博學

行为经济学

——理论与应用

薛求知 黄佩燕
鲁 直 张晓蓉 著

复旦大学出版社
www.fudanpress.com.cn



责任编辑：刘子馨
书籍装帧：陈 萍

ISBN 7-309-03772-3

9 787309 037722 >

F·812 定价：32.00元

F069.9
X777

博学

行为经济学

——理论与应用

薛求知 黄佩燕
鲁 直 张晓蓉 著

A1107655

复旦大学图书馆藏书

复旦大学出版社
www.fudanpress.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

行为经济学——理论与应用/薛求知等著.—上海：
复旦大学出版社,2003.11
ISBN 7-309-03772-3

Ⅰ.行… Ⅱ.薛… Ⅲ.行为经济学 Ⅳ.F019

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 080186 号

行为经济学——理论与应用

薛求知 黄佩燕 鲁 直 张晓蓉 著

出版发行 复旦大学出版社

上海市国权路 579 号 邮编 200433

86-21-65118853(发行部) 86-21-65109143(邮购)

fupnet@fudanpress.com http://www.fudanpress.com

责任编辑 刘子馨
装帧设计 陈 萍
总 编 辑 高若海
出 品 人 贺圣遂

印 刷 上海复旦四维印刷有限公司
开 本 787×960 1/16
印 张 22.5
字 数 334 千
版 次 2003 年 11 月第一版 2003 年 11 月第一次印刷
印 数 1—6 000

书 号 ISBN 7-309-03772-3/F·812
定 价 32.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社发行部调换.
版权所有 侵权必究

"博学而笃志，切问而近思。"

（《论语》）

博晓古今，可立一家之说；
学贯中西，或成经国之才。

内容提要

2002年度令人瞩目的诺贝尔经济学奖授予了行为经济学的代表人物丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和弗农·史密斯(Vernon L.Smith)教授。这在经济学界引起巨大的震动。行为经济学这一既传承了经典经济学主线，又向传统经济学提出新的理论挑战的新领域，引起了国内学者的密切关注。

本书是目前我国首部系统介绍行为经济学的理论脉络、发展轨迹与延伸、应用前景及与我们日常生活的关系等内容的著作。全书共十一章，分为行为经济学的理论与行为经济学的应用两部分，本书适合广大经济理论工作者及高校师生使用。

目　录

导论:行为经济学挑战传统经济学 …… 1

第一部分　行为经济学的理论

第一章　行为经济学溯源 …… 15
1.1　经济学与心理学的交叉 …… 15
1.2　行为经济学的发展轨迹 …… 53
1.3　行为经济学概述 …… 58

第二章　行为经济学的主要理论 …… 68
2.1　行为经济学的发展脉络 …… 68
2.2　Kahneman 和 Tversky …… 71
2.3　Richard Thaler …… 85
2.4　Matthew Rabin …… 91
2.5　Robert J. Shiller …… 96
2.6　Andrei Shleifer …… 101
2.7　George A. Akerlof …… 107
2.8　Christopher K. Hsee …… 110

第三章　行为经济学的延伸 …… 117
3.1　宏观经济 …… 117
3.2　微观延伸 …… 127

第四章　行为经济学的重要分支:行为金融学 …… 143

4.1 行为金融学的理论产生背景 …… 143
4.2 行为金融学的理论框架 …… 148
4.3 理论观点及其研究方法 …… 153
4.4 对行为金融理论的评述和预期 …… 169

第五章 行为经济学的发展新方向 …… 174
5.1 案例决策理论 …… 174
5.2 回归效用最大化 …… 176
5.3 幸福经济学 …… 179

第六章 行为经济学与传统经济学的区别与联系 …… 189
6.1 理论假设的差异 …… 189
6.2 联系行为经济学和传统经济学的分析框架 …… 194
6.3 传统经济学不接受行为经济学的理由 …… 197

第二部分 行为经济学的应用

第七章 封闭式基金之谜 …… 207
7.1 封闭式基金之谜 …… 207
7.2 “封闭式基金之谜”的传统解释 …… 209
7.3 封闭式基金的投资者情绪化解释 …… 220
7.4 投资者情绪化的证据 …… 225
7.5 中国证券市场的“封闭式基金之谜” …… 237

第八章 追风行为:中国股市的研究 …… 242
8.1 上海证券市场追风行为影响因素研究 …… 244
8.2 上海证券投资者追风行为影响因素的个体差异研究 …… 254

第九章 基于行为金融学的投资策略 …… 267
9.1 市场非理性与组合投资策略 …… 267

9.2　行为投资组合理论 …… 275
9.3　行为金融学基金 …… 287
9.4　行为金融学及其策略在中国的运用前景 …… 299

第十章　寄情效应:行为经济学实验研究尝试 …… 303
10.1　提出假设及理论支持 …… 303
10.2　实验设计和实验结果 …… 307
10.3　应用价值和理论价值的一般讨论 …… 312

第十一章　行为经济学和我们的经济生活 …… 316
11.1　日常经济现象的行为经济学解释 …… 316
11.2　感性消费和体验经济 …… 323
11.3　判断和决策失误的行为经济学分析 …… 329
11.4　我们的幸福构建在什么基础之上 …… 339

后记 …… 346

主要参考文献 …… 348

导论:行为经济学挑战传统经济学

经济学已经进入第三阶段。第一阶段,人们认为经济学仅限于研究物质资料的生产和消费结构,仅此而已(及传统市场学);到了第二阶段,经济理论的范围扩大到全面研究商品现象,即研究货币交换关系;今天,经济研究的领域业已囊括人类的全部行为及与之有关的全部决定。

——贝克尔(Cary S. Becker)

2002 年度诺贝尔经济学奖授予了美国普林斯顿大学心理学教授丹尼尔·卡尼曼(Daniel Kahneman)和乔治·梅森大学经济学教授弗农·史密斯(Vernon L. Smith)。Kahneman 对经济学的贡献在于将心理学的前沿研究成果引入经济学研究中,特别侧重研究人在不确定情形下进行判断和决策的过程。而 Smith 则奠定了实验经济学的基础,为经济学家们提供了实验室条件下研究人类行为倾向的有效途径,特别是对市场机制选择的研究。他们的研究极大地丰富了经济学理论,一般认为,实验经济学基本还是遵循了传统主流经济学的理论假设,只是引人了实验方法来验证理论假设,其意义更侧重于经济学方法论的革命。而行为经济学却是修正了传统经济学的基本假设,因而更接近是一场颠覆性的革命。

结果是有些出人意料的,因为对不少经济学家而言,这两位获奖者的名字甚至有些陌生。毕竟,行为经济学和实验经济学的研究方法尚未完全融入主流经济学。但在我们回顾这两个领域的发展历程与两位经济学家的主要成就后,我们发现,这是一个重要信号:经济学的未来可能因此大为改观。

现代经济学以其严密的逻辑和数学推理而有别于其他社会科学,被称为社会科学的皇冠。1950 年代冯·纽曼和摩根斯坦(Von Neumann and Morgenstern)从个体的一系列严格的公理化理性偏好假定出发,运用逻辑和数学工具,发展了期望效用函数理论。阿罗和德布鲁(Arrow and

Debreu)将其吸收进瓦尔拉斯均衡的框架中,成为处理不确定性决策问题的分析范式,进而构筑起现代微观经济学并由此展开的包括宏观、金融、计量等在内的宏伟而又优美的理论大厦。

在这个公理体系之上,经济学家们运用日益先进的数学工具建立了无数精致的经济学模型,分析个体和组织行为及经济金融问题,甚至四面出击,用经济学方法分析方方面面的人类行为,加里·贝克(Gary S. Becker)就是因为运用经济理论解释政治、法律、犯罪、婚姻甚至爱情等方面的问题、显示出经济学强大的威力而获得1992诺贝尔经济学奖。经济学向其他学科的传统研究领域强势渗透,因此有"经济学帝国主义"说法。

然而,一些非主流的经济学家却发现,期望效用理论存在严重缺陷,现实中特别是金融市场里人类的很多决策行为,无法用期望效用函数来解释。行为经济学家和实验经济学家提出了许多著名的"悖论",向主流经济学发难,像"阿莱斯悖论"、"股权风险溢价难题"、"追风(羊群)效应"、"偏好颠倒"等。

经济学家开始修补经典理论,修改效用函数、禀赋、技术和市场信息结构等,但迄今没有满意的答案。期望效用理论开始受到怀疑,经济学家们越来越认识到人类行为本身的重要性,认知心理学的概念和分析方法被引入经济分析,同时实验数据起到越来越重要的作用。

理性选择是经济学对人类行为的基本判断,理性选择理论构成经济学的理论基础。但对理性选择的批评和质疑从该理论产生之日起,就没有停止过。通过对理性选择进行实证检验和设定细致的实验环境,行为经济学和实验经济学发现了许多与理性选择理论不相一致的反常现象。在此之前制度学派与西蒙(Simon)等也对理性选择理论展开了批评,但它们主要是从理论分析上展开的,行为经济学和实验经济学则主要从实证上提出了理性选择理论的批评。从对行为人自身特性的假设,到对决策环境的假设,到行为的追求目标,甚至是理性选择理论的个人主义方法论基础都受到行为经济学的挑战。

历经二百余年来的发展和完善,经济学家们已经构筑起了规模宏大、结构严谨、表述精确、方法逻辑性强的经济学理论大厦,主流经济学家因此对于理性研究范式也有着根深蒂固的偏好:主张从抽象的简单化理性

假定出发，针对客观的经济变量（如利率，国民生产总值，通货膨胀率等），利用公理化的逻辑演绎得出核心的统一理论；推崇理性逻辑演绎和数学定量分析的研究方法，同时彻底摒除人的主观因素和具体的实验方法，反对用实验解释经济现象之间的区别，认为经济学之所以为经济学就在于有着“高贵的兴趣”以及由历史充任的对经济理论假设的检验；它抛弃了由于考虑浩如烟海的人类行为而产生的混乱和糊涂的思想，通过区别基本的变量并研究它们的相互关系，如收人与消费、货币供应量与价格运动之间的关系，因而“没有在由于人的弱点而发生的无数偏差和过失中迷失方向。”但不得不指出的是，由于对理性研究范式的过度推崇和固守，致使传统经济学面临一系列的挑战和困境。

一、对“经济人”假设的挑战

“经济人”假设（homo economics）是整个经济学思想体系中的前提性假设和基础性假设，并被作为全部理论构架的逻辑支撑点和方法论原则。它主张：

（1）人是有理性的。每个人是自己利益的最好判断者，在各项利益的比较中选择自我的最大利益。“他只想以最小的牺牲来满足自己的最大需要”。

（2）利己是人的本性，人们在从事经济活动中，追求的是个人利益，通常没有促进社会利益的动机。

（3）个人利益的最大化，只有在与他人利益的协调中才能实现。交换是从“经济人”的本性驱使下自然而然地发生的。人类的交换倾向是利己本性的外在形式和作用方式，“理性言语那诸种能力的必然结果”①。

“经济人”假设作为一种高度抽象的理性模型，固然使经济学理论研究的公理化、体系化、逻辑化成为可能，然而：

1. 正如思想家维柯所说：“人并不能理智地胜任一切”②。由于外部世界的复杂多变以及个体在信息获取与加工上的认知限制远不能达到

① Adam Smith (1776). The Wealth of Nations. New York: Dutton Press.

② 维柯〔意〕，《新科学》，朱光潜译，商务印书馆，1989 年版。

"经济人"假设所设想的完全理性计算的程度,因此,"自利"不可能在个体对成本—收益的精确计算以及完全理性抉择的基础上来实现,"人类理性,较之它作为探索特定的局部需要问题的工具而言,远不足以成为构造和预测全世界系统的一般均衡模型,或者创造一种包罗一切时代的所有变量的宏大总模型的工具。"①无视理性的局限性和界限、赋予经济人一种"全智全能的荒谬理性"并无限夸大经济人理性行为的解释价值,把它看做是惟一的、根本的,会诱使人们过于相信从抽象的经济人假设出发所作的论证,导致经济学的认知迷惘和误导。

2. "人不是完全理性的,完全理性的经济人只能是一种极端的和个别的情况"②。个体一方面具有努力追求最大化的理性倾向,同时也具有不努力追求最大化的非理性倾向,追求最大化原则只能是某些人在某些时候某些条件下采取的特定的行为特征,而不是所有时候所有条件下采取的行为特征。人类的行为由于受无意识、不合逻辑的因素的影响,以及"人类的无知、错误,即使与切身利益有关也无动于衷"③,这些都是和个人利益最大化这个基本原则背道而驰的。行为经济学的奠基人 Kahneman 和特维斯基(A. Tversky)④经过大量研究指出,个体的行为除了受到利益的驱使,同样也受到自己的"灵活偏好"及个性心理特征、价值观、信念等多种心理因素的影响。经济生活中的种种"反常现象"(Anomalies)和"悖论"(Paradox)正是对于经济学完全理性和最大化原则的严峻挑战。例如我们经常可以看到一些经济学理论难以解释的现象与行为:

——一个人想修剪自己家的草坪,如果叫邻居家的孩子来修剪只需花 8 元钱,但如果让他去修剪邻居家同样大小的草坪并付给他 20 元钱,他却不愿去做⑤。

---

① Simon, H., (1982), *Models of Bounded Rationality*, Cambridge, MIT Press, Vol 2, pp. 408—423.

② Leibenstein, H., (1987), "X-Efficiency Theory" in *The New Palgrave*, London: Mamillan.

③ Paul Albou, (1984), *La psychologie économique*. Paris: Presses Universitaires de France.

④ D. Kahneman, P. Slovic, and A. Tversky. (1981), *Judgement under uncertainty - Heuristics and biases*. Cambridge University Press, Cambridge. Kahneman, D & Tversky, A., (1974), *Judgement under uncertainty - Heuristics and biases*, Science, 185(3).

⑤ Thaler, R. H., (1980), *Advances in Behavioral Finance*, New York: Rusell Sage Foundation.

——人们常常愿意为了买衣服便宜5元钱而走上一公里路，却根本没想过为了便宜2 000元而去另一个城市购买轿车。

3. 人类在具有自私特征的同时，也同样具有公正和利他的特征。经济学理论所预言的“搭便车”行为在日常生活中并不多见，恰恰相反，人们总是表现出相当多的利他行为。研究发现平均有40% ~60%的人愿意为公共事务作出贡献，如无偿献血、为陌生人提供信息、帮助老年人等等[①]。同样，在商业界，企业捐献部分利润给慈善机构或遇到麻烦的企业也是常见的事。大量实验已经证明了像利他主义、忠诚、公平和愿意报答这样的品格是多么的常见。它们有助于解释环保运动和志愿工作，以及员工为他们的收入而在日常工作中付出高于市场要求的奉献。

4. 每个企业在现实的市场竞争中很难实现最大化原则。经济学家莱本斯坦(Leibenstein, H.)认为，由于存在“X-低效率”，企业不会达到新古典理论所给出的最大化目标规范。阿尔布指出，“对企业领导人所做的调查研究证实，古典理论得出的结论不管看上去多么合乎逻辑并前后一致，实际上同真实情况和工业生活并没有多大关系：因为经济学家并不了解‘经理们’的真实行为，而企业家也几乎不关心经济理论。”

二、对经济学方法论的挑战

在李嘉图(David Ricardo)之后，经济学方法论以逻辑抽象及演绎的理性方法为主流，把演绎的规则看成是现实经济活动惟一可靠的范式，而对于其局限性的认识却远远不够。事实上，在把握现实的市场信号和经济行为人的活动规则与行为特征时，理性逻辑的认识工具是远所不及的。由于行为人的直觉、意志、冲动、习俗、本能、欲望是理性逻辑所不可言状、难以描述的，故而逻辑演绎往往不能准确认识和解释现实的经济现象与行为。另外值得注意的是演绎法在对一个被拒绝的假设进行归因时面临很大的困难，假设被拒绝可能是所研究的概念定义不好或是操作性不好；也可能是测验的效度和信度问题；或者是测验程序不适宜(如样本太

① Marwell, G. & Ames, R., (1981), Economists Free Ride, Does Anyone Else?. *Journal of Public Economics*, 15:295.

小);还有可能是作为演绎出发点的假设本身不正确或不完整。仅仅依靠逻辑演绎并不能确定究竟是哪一个原因或是哪几个原因的组合,因而也就难以保证演绎结论的正确性①。

1. 1950 年代以来,以阿罗-德布鲁模型②(Arrow Debreu Theorem,其中 Arrow,K. 是 1972 年诺贝尔奖得主,Debreu,G. 也紧紧跟上,于 1983 年荣膺诺贝尔奖)为代表的公理化体系,给微观经济学提供了形式完美、结构严谨的数学模型。数学方法在经济学中的广泛传播和应用使得经济学理论达到了"深奥而漂亮的新高度",同时由于数学方法高度的抽象性、精确性和反随意性的逻辑一致性,致使很多经济学家认为数学理性方法是惟一能够给经济学提供科学性和完整性的方法,对于实验方法则采取漠视乃至排斥的态度。高深的数学表达和精巧的建模技术已经成为经济学研究的一种时尚,经济学也愈来愈走向数学化、模式化。

但是,现实经济活动中有许多方面,如经济人的心理倾向、情绪、价值偏好、习俗、文化等等都是很难用数学理性的方法完全予以描述和说明的;经济现实的丰富与多变使得数学理性方法只是近似地反映着现实,数学模型对现实的把握是相对的、有条件的。经济学家对于数学理性方法的推崇会导致把经济学日益抽象为如 1991 年诺贝尔经济学奖获得者、新制度经济学家科斯(Coase,R. H. ,1976)所说的"黑板经济学"③。正如著名经济学家米尔达尔(Myrdal,K. G. ,1974 年诺贝尔经济学奖获得者,1963)所说:"研究社会事实及其相互关系确实必须考虑较之高度抽象的模型中的参数和变数所表示的事物要复杂得多、更加变化多端、流动性也更大的事物,在这些事物上,只是用一些总计数和平均数来表示其行为还是无法加以说明的"④。西蒙(Simon)也认为:"古典经济理论对人的智力

---

① Clarkson,G. P. E. ,& Simon, H. A. (1963). Simulation of Individual and Group Behavior. *American Economic Review*, 50(5) , pp. 920—932 .

② Arrow,K. & Debreu,G. ,(1954) ,Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy, *Econometrica* Vol. 22.

③ Coase, R. H. (1976), *Adam Smith's views of man*, *Journal of Law and Economics*, 19, 3 pp. 520—46.

④ Myrdal,K. G. ,(1968) ,Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations. 3 vol. N-Y, Twentieth Century Fund.

做了极其苛刻的假定，为的是产生那些非常动人的数学模型，用来表示简化的世界。在这方面，近年来人们已经提出了疑问，怀疑那些假说是否与人类行为的事实相距过远，以致根据那些假说所得出的理论同我们所处的现实状况已经不再有什么关系了。"①数学化虽然给经济学披上了貌似严谨的公理化外衣，但却是一种以牺牲经济内容来顾全数学形式的片面发展的结果，与经济学的实质分析并无联系。面对主流经济学陷入困境，数学化的论证并不能解决问题的现状，经济学家罗宾逊夫人（Robinson，Joan. V.）指出，经济学陷入了"第二次危机"②。

2. 因为无论是宏观经济学还是微观经济学在采用实验方法来检验理论或发现理论时都有相当的困难，所以传统观念上经济学通常被视为一门现场观察性学科，经济领域内只有带有实证意义的观察以及所谓的相关实验研究，以致弗莱明（Fleming，M.，1969）认为经济学家同天文学家一样不会实验③。直到 1980 年代，经济学大师萨缪尔森（Samuelson，P.）和弗里德曼（Friedman，M.，1976 年诺贝尔经济学奖得主）等人仍认为经济学是不可实验的，萨缪尔森在 1985 年还声称："经济学家不容易控制其他重要因素，因此无法进行类似化学家或生物学家所做的实验。他们一般只能像天文学家或气象学家一样借助观察的手段。"这种方法导致的直接后果是使得经济学理论难于证实，更无法证伪④。

由于客观经济环境的高度复杂性、多种因素的交互作用与混合影响，以及某些状态发生的历史偶然性，使得众多经济学命题或假定显得无比"微妙"（subtle）和"似乎有理"（plausibility），进而极大地影响了经济学理论的科学性。而经济学理论中的分歧乃至对立也不能不引起我们的深思。对于同一经济现象，不同的学者或派别往往做出不同的解释并开出不同的政策处方。这些解释似乎都遵循了同样的事实背景但又似乎都不

① 维柯〔意〕，《新科学》，朱光潜译，商务印书馆，1989 年版。

② Robinson，Joan Violet，（1956）. *The Accumulation of Capital*，London ：McGraw-Hill.

③ Fleming，M.，（1969），*Introduction to Economic Analysis*. London：George Allen & Unwin Ltd.

④ Samuelson，P. and William D. Nordhaus，（1995），Economics，8th ed. New York：McGraw-Hill.

是,譬如对于"滞胀"(Stagflation)问题,货币主义、理性预期学派、后凯恩斯主义和供给学派都给出了自己的解释与政策主张,但在解决滞胀问题上均显得说服力不足,各类政策处方的实际效果按经济学的传统研究方法难以验证,以现实中的数据来检验又因其代价的高昂和可信度的限制而极不可行。因此,经济学的传统研究方法必须对它的褊狭和缺陷作出因应。

Kahneman 和 Tversky 对预期理论(prospect theory)的发展做出了奠基性的贡献。此前,个体的决策过程被看成"黑箱",经济学家把决策过程抽象为理性的个体追求主观预期效用最大化。"预期理论"将认知心理学的成果已入经济分析,使人们认识到心理认知偏差的存在性和重要性。Kahnemen 等人发现,人在不确定条件下的决策,似乎取决于结果与设想之间的差距而不是结果本身。"预期理论"从行为心理学角度分析人的决策问题,充分考虑了心理因素对决策的影响。

行为经济学试图探寻以经验数据为基础的对理想理性的偏离。被西蒙所称的有限理性成为核心的建模原则,即认知和时间的稀缺性是为了达到最大化的解决方案变得不可能,或成本太高,以至人们产生了寻找可替代决策方式的动机,比如直观推断、凭经验等。

从个体出发理解个体存在其中的社会,认为是个体的选择决定了社会关系的内容和形式而不是相反。方法论上的个人主义是微观经济学的基础,也是理性选择理论的基本方法论。尽管在行为经济学,尤其是在实验中,行为人的个人选择依然是主要的观察和研究对象。但是行为经济学对行为选择的研究已经充分显示出,在面对复杂且意义不明的现实进行选择时,个人往往不是一个充分自主的选择主体,选择更多的是受歧视、偏见、过去以及社会规范的影响。

三、对经济行为人稳定一致的偏好的挑战

经济学将行为人的行为变化理解为外部制约条件变化的结果,同时在其进行理性研究的背后隐藏着一条重要的假设,即行为人具有完整而内在一致的偏好体系。经济学家因此认为偏好是已知和稳定的,因而经济行为的变化可以由制约因素和外部条件的变化来解释,即使像贝克尔

等人[①]关于需求和家庭经济学的"新"理论经济模型也仍然坚持这一假设。然而经济现实已经以大量的事实证明了偏好并不总是稳定的，它的形成与改变受社会、参照群体以及大众传媒的影响，广告宣传和公共关系就是企图改变或强化偏好的两种手段。经济学在理论上包含了广告的研究，却又将广告对行为人偏好的影响排除在对行为变化的考虑之外无疑是短视和自相矛盾的。另外，心理学家也以大量实验证实在现实情景中存在着普遍的"偏好反转"现象[②]。偏好反转几乎违背了经济学中所有关于偏好的公理，如传递性、替代性、简约性与独立性[③]，这又不啻于宣告了经济学关于稳定一致的偏好假设的错误，进一步表明了理性经济人假设的局限及其对于人类理性的理想化。

四、对行为人的简单化理解的挑战

为了排除心理学的影响以捍卫经济学的纯洁，传统经济学止步在一门对于交换进行研究的学科之中。这种交换理论只考虑价格预算和交换价值，从价格、利率和失业等的规律和原则来表达客观变量之间的关系，而不涉及行为人潜在的动机和意义[④]。反映到其理论建构的前提上，就是主张人与客观事物的关系是简单的刺激—反应(S-R)。然而，西尔特(Cyert)和格仑伯格(Grunberg)早已指出："应该把经济学作为人类行为研究的一个部分，经济学的经济法则应该建立在行为命题的基础上，他不可能只从经济情境中得到证实。"[⑤]现实经济中的交换不是个体经济行为人对经济刺激(价格、利润、收人、通货膨胀等)的机械的镜式映射，它更

---

① Stigler, G. J. and Becker, G. S. (1977), De Gustibus Non Est Disputandum. *The American Economic Review*. 67 (March): pp. 76—90.

② Lichtenstein, S., and Slovic, P., (1971) Reversals of preference between bids and choices in gambling decisions. *Journal of Experimental Psychology*, 89: 46-55. P. Slovic and S. Lichtentstein. (1983). Preference reversals: a broader perspective.. *American Economic Review*, 73 (4): pp. 596—605.

③ Tversky, A & Thaler, R. H., Anomalies: Preference Reversals, *Journal of Economic Perspectives*, 4(2): pp. 201—211. 1990.

④ Van Raaij, W. F. (1988), Economic Psychology, Dordrecht: Academic Publications.

⑤ Cyert, R. M. & Grunberg, E. (1963), *Assumption, Prediction and Explanation in Economics*, in Cyert and March, pp. 298—311.

重要的是行为人自由交换的欲望、需要、利益和意志的充分体现。个体不是被收人、价格等经济提线牵动的经济木偶,他的经济行为以及自身内在制约经济行为的心理因素如主观期望、个性偏好、选择意向等都在经济活动中具有举足轻重的重要作用——它们在客观上直接构成经济现象本身。生产、分配、交换、消费原本都是人的活动,人是经济活动的主体,各种经济现象乃是个体经济行为的社会集合。"各种物品并不是超然于个体之外的、原始的和不带有人的个性的,它们是人的物品。"①塔尔德(Tarde)也认为,作为价值标记的货币,"如果它不是各种主观的东西,如信仰、希望、思想、意志等的综合,那它就没有任何意义,绝对没有任何意义。"②

由此可见,经济学将它的视野局限在对诸如产品的数量和价格之间、储蓄和流通之间的关系的研究无疑是出于学科根深蒂固的偏见与毫无根据的傲慢。经济学家哈耶克(Hayek)也早已认识到这个问题,他指出"仅仅是经济学家的人不会是一个好的经济学家。"③如果经济学仍不能摆脱这种自视高贵的学科歧视的束缚和画地为牢的桎梏,它对于人类经济行为和经济现象的理解与解释能力就会继续深受戕害,经济学的发展也将因此而陷于滞缓的泥淖。

著名行为经济学家卡托纳(George Katona)等人认为,现代经济与古典经济的最大区别在于经济活动的立足点发生了根本变化,"物的经济"为"人的经济"所替代,人被收人、价格等经济提线所牵动的经济木偶一跃成为经济活动的主体,经济活动中的任何一种现象性浮出都不外乎是社会经济个体(或群体)的经济行为或聚合或沉淀的产物。用卡托纳的话讲:"正是这些行为人通过自己的行为创造了经济"。因此,现代经济现象在本质上已经成为一种人文现象,经济分析所要做的也"不再是研究产品数量和价格之间、储蓄和流通之间抽象的关系,而是发现人的经济

① Dichter, E. (1964). *The handbook of consumer motivations*. New York: McGraw Hill.

② Tarde, G. ,1902, *La psychologie economique*. Alcan, Paris.

③ 原文如下,"One who is only an economist cannot be a good economist." Hayek, F. A. ed. *Individualism and Economic Order*, Reprint edition. Chicago and London: University of Chicago Press, pp. 77—91. 1996.

行为的特点和规律”。行为经济学的崛起表明，“人及其行为”正在成为经济学研究的核心和主题，倡导并注重对人的经济行为的研究，为现代经济学构筑了一个“充满人性和人类价值的理论框架”，使经济学成为人的科学，人成为经济学的主体。

最后值得关注的是，作为一门新兴的学科，行为经济学尚未形成完整的理论体系，理论逻辑也欠严格，其本身也在不断的发展和完善。尤其在研究目标上，提出回归“效用最大化”，而非“财富最大化”的新的发展趋势值得探讨。

无疑，诺贝尔奖的力量是伟大的，推动着经济学不断发展。1994 年，纳什、泽尔滕和海萨尼由于对博弈论的贡献而获得诺奖，此后近十年来，博弈论的思想和范式开始大规模与主流经济学的框架发生交流、碰撞、冲突与融合。对话的结果令人振奋，博弈论取得了胜利，征服了主流经济学的每一个领域，经济学也由于拥有新的理论武器而变得更严密、更强大和更有解释力。

此次诺奖对行为经济学与实验经济学的认可，给经济学界带来的冲击和挑战，可能更为激烈，新的融合进程远未完成。实际上，放弃传统的期望效用假设，就意味着动摇了新古典经济学理论大厦的基础，新的替代模型能否承担起基石的重任尚待检验，迄今为止，经济学家还未找到一个能够解释各种“悖论”的统一框架。

突破经济人的假设是经济学科发展的必然趋势，但是要把人的每一种选择分析清楚，似乎是在研究一张比例与原图一样的地图，根本不可能也没有必要。经济理论应该研究人类的共性而非个性，行为经济学主要是为了分析人的实际经济行为及其结果——经济现象而另辟蹊径，为建立一个逻辑严密的理论经济学体系提供支撑点。其研究目的，既不是表明它们与传统经济学如何对立，也不是想证明传统经济学某理论如何错误。迄今为止，经济学各学派理论观点都有其合理性，但也存在其局限性。行为经济学能对一定时期内存在的经济现象做出其独立的解释，并能很好地解释传统经济理论所不能解释的问题，这就体现了该理论的独特价值。

其实，“人类行为学”（Praxeological）一直是人文科学中的一大分支，

在当今社会中，各种学科的交汇也是一种潮流。因此，行为经济学的出现也是势在必然。行为经济学的出现也正是这一背景在经济学领域的一种反射。行为经济学的形成可以认为是经济学上的“行为革命”，它正促使经济学逐步走向人性化发展。这是科学和人性的有机结合。

显然，现代经济学正日益向现实回归，无论是实验方法的引人还是心理学研究成果在经济领域的应用，目的都是在于构建经济学更为真实合理的行为基础，从而提高经济学解释能力并使其更为科学。经济学自把人类决策行为作为研究对象的那一天始，就已命定，经济学永远都不可能仅仅是经济学、数学，它还是社会学、心理学、历史学、哲学和美学，它是对人类心灵和行为永无止境的求索。

第一部分

行为经济学的理论

第一章　行为经济学溯源

行为经济学是一门研究在复杂的、不完全理性的市场中投资、储蓄、价格变化等经济现象的学科，是经济学和心理学的有机组合[①]。行为经济学通过将心理学引入经济学，增加了经济学对现实生活中各种经济现象的解释能力。行为经济学的核心理念是，为理性的经济分析提供了一块被忽视已久的心理学基石，从而拓宽了经济学理论的视野，并使经济理论对实际现象的预期更为准确、使制定的政策更为合理。

值得注意的是，这种新的理念并没有全盘否定新古典经济学的研究方法，诸如均衡分析、市场效率分析、效用最大化等等。这些新古典经济学的研究方法，在分析经济问题时常常是很有效的，因为它有一套完整的理论框架支持。但由于新古典经济学忽视了人并非完全理性这一事实，用这些理论得到的某些预期结果，往往与事实并不相符。行为经济学家通过引入行为变量，对现有理论进行修正，增强了传统经济学模型的解释力度，一种新的经济学理论也应运而生。

1.1　经济学与心理学的交叉

谈到行为经济学，人们自然马上联想到卡尼曼（D. Kahneman）教授，他被誉为行为经济学的开创者。其实将人类的心理因素作为经济学研究所考虑的因素之一的理念，并非 Kahneman 教授首创。早在 200 多年前，当经济学被视为一个独立的研究领域初始，许多经济学家已将研究人类的心理作为自己的“副业”。

---

① Sendihil Mullainathan, Richard H. Thaler (2000) “Behavioral Economics” Working paper 7948. http://www.nber.org/papers/w7948

1.1.1. 行为、心理和经济学

1.1.1.1 关于行为和心理

行为是人们受思想和心理支配而表现在外的各种反应、动作、活动和行动。长期以来行为是心理学的研究对象。

美国现代心理学主要流派之一,行为主义的创始人华生(J. B. Watson) 1913 年著有《行为主义观点的心理学》,到 1928 年,他的观点发展成为完整的行为主义思想体系。Watson 认为,心理学是研究动物和人类行为的自然科学。意识是无法观察到的,不能作为心理学的研究对象。因此,心理学不是意识的科学,而是行为的科学。在行为主义看来,心理学的理论目标就是对行为的预测和控制。

人的行为受思想和心理支配,思想和心理是在长期的社会实践中逐步形成和发展的。人的行为有其自身的规律和特征。

20 世纪以来,许多心理学家、社会心理学家和生物学家对探索人类行为奥秘产生了浓厚的兴趣,纷纷致力于试图揭示隐藏在人类复杂行为背后的客观规律。在众多研究成果中,又以美国社会心理学家 Kurt Lewin 的研究成果最为人瞩目。在大量分析实验的基础之上,Lewin 提出了著名的 Lewin 行为模型。

Lewin 的行为模型如下:

$$B = F(P - P_1, P_2, \cdots, P_n; E — E_1, E_2, \cdots, E_n)$$

式中,B (behavior) 表示个人的行为;P (personal) 表示个人的内在条件和内在特征;$P - P_1, P_2, \cdots, P_n$ 表示构成内在条件的各种生理和心理因素,如生理需要、生理特征、能力、气质、性格、态度等;E (environment) 表示个人所处的外部环境;$E — E_1, E_2, \cdots, E_n$ 表示构成环境的各种因素,如自然环境,社会环境等。

该模型表明。人类的行为是个人与环境相互作用的产物,人类的行为方式、指向和强度,主要受两大类因素的影响和制约,即个人内在因素和外部环境因素。其中,个人因素包括生理和心理两类基本因素,而外部因素则包括自然环境和社会环境两类因素。

在个人因素中,由于心理活动是在人体生理活动基础上发展起来的

大脑器官的特殊机能，因此和生理因素相比，心理因素对人们行为的影响更深刻、更复杂。

影响人们行为的心理因素主要包括心理过程和个性心理两个方面。心理过程指心理活动的动态过程，包括认识、情感、意志等三个互相联系的具体过程。认识过程是大脑对客观事物的属性及其规律的反映，具体体现为感觉、注意、记忆、想像、思维等多种心理想像。情感过程是指人们在认识客观事物时的情绪和情感体验。意志过程是指人们自觉确立行为的动机和目标。认识、情感、意志是同一心理过程的三个方面，它们之间相互联系、相互作用，共同支配着人们的行为，这是人类心理过程的普遍性。

个性心理是指由于先天遗传和后天所处社会环境的不同，人与人之间在心理活动过程的特点和风格上存在着明显的差异。每个人所独有的心理特点和个性，就构成了他们的个性心理。个性心理主要体现在个性倾向和个性心理特征两个方面。个性倾向包括兴趣、爱好、需要、动机、信念、价值观等；个性心理特征则是指人的能力、气质与性格等。正是由于个性心理的千差万别，面对同一对象和环境刺激，不同的个体才会产生完全不同的心理反应，并作出不同的行为表现。

人的行为不仅受个体本身的心理特征影响，而且受客观环境的影响。在相同的心理特征下，由于环境不同，人们也会采取不同的行为。外在的刺激与内在的反应并非直接地、机械地联系在一起，而使受主观评价的影响。在研究人的行为时，不仅要研究行为的外界刺激条件，更重要的是要分析个体行为的主观心理特征，如图 1.1。

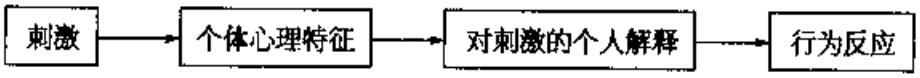


图 1.1　刺激反应机理

按照心理学的理论，当客观事物作用于人的感觉器官时，人脑就产生了反映。这种反应如果只属于事物的个别属性，就成为感觉，如果是对事物各种属性的各个部分及其相互关系的综合反映则为知觉。知觉从感觉开始，以感觉为基础，知觉是人们对客观事物的综合影响和解释。由于个体经验、价值观的差异，同样的事物会使不同的人产生不同的知觉。知觉

对人的行为有着重要的影响。

人的行为往往是为了调整和适应客观环境，但实际影响行为的不只是客观事物本身，也有人们对事物的知觉。因此，要使人们的行为更好地与客观环境相适应增加自觉性减少盲目性，就必须充分了解主客观不一致的反应，使人们的知觉尽可能如实反映客观实际。

组织行为学认为，人的行为是由动机支配的，动机则是由需求引起的。行为的导向是寻求目标，满足需求。动机是指满足需求而进行活动的念头或想法，或者说是被意识到的活动或行为的诱因。它是行为的直接反映，它驱使人们从事某种行为，规定行为的方向。

作为一门科学，心理学比经济学发展得晚。在19世纪，心理学因仍处于它的幼年期，所以不能为经济学提供一块基石①。作为对经济学的"唯我独尊"和对人的主观变量的刻意排除的回应，心理学长期以来也对经济活动失去了一切兴趣，表现在对于动机、行为的形成、刺激和欲望、或团体成员之间的关系所进行的心理学研究中，利用了人的活动的各个方面来检验假设，但却长期忽视对经济行为进行直接研究——尽管日常生活中的大部分都由经济行为构成。在方法论上，心理学发展了一个非常强烈的实验传统：只承认一种证据的来源，即控制下的观察②；任何一个理论观点都必须接受实验的检验，通过实验直接从个体得到数据并按照数据来否定或修正理论；甚至有些心理学家已经卷入到关于可靠性、精确性以及科学性研究之间的根本性辩论之中③。作为其研究方法的直接后果，心理学几乎没有什么核心的统一理论，宏观的理论建构也很难做到。

这种学科之间的隔阂与疏离使得经济学和心理学如同"两个遇到海难而漂流到荒岛上的英国绅士一样，傲慢与偏见阻隔了他们的交流与合

① Coats, A. W., (1976), Economics and Psychology: the Death and Resurrection of Research Programme. In Latsis, Spiro (ed.) *Methods and Appraisal in Economics*. pp. 43—64. Cambridge: Cambridge University Press.

② Murphy, G. & Kovatch, JK, (1972), *Historical Introduction to Modern Psychology*, London: Routledge & Kegan Paul.

③ Gibbs, J. C., (1979). The Meaning of Ecologically Oriented Inquiry in Contemporary Psychology. American Psychologist, 34, pp. 127—140.

作。”就经济学研究而言，随着经济学理论的进一步完善，传统的研究定势也得到了高度地强化，以至于在心理学的发展已日趋成熟的情况下，相当一部分经济学家仍认为经济学和心理学两者之间根本没有共同的旨趣，更找不到相互交叉的共生带，如若将心理变量引入经济学则势必降低经济学的科学性。经济学家中有很多人，有时往往是大部分人，也因此常常不了解心理学最近所获得的成果。他们对于心理学的理解依然停留在陈旧而简单的享乐主义心理学的基础上。其结果正如吉埃纳夫所揭示的那样——不只是削弱了心理学的内容，而且是对它的研究走向和所使用的手段的真正不了解，更谈不上对心理学研究成果的借鉴与学习。无怪乎米尔达尔说：“我老觉得奇怪的是，为什么心理学家和哲学家彻底撒手不管，任由经济学家安安静静地去做这种徒劳无功的事。这部分是由于几种传统的社会科学和分支学科相互隔绝造成的”①。

就心理学而言，由于经济活动是人类最基本的活动，是人类其他社会活动的基础。作为一门研究人类心理和行为的科学，它没有任何理由忽视对经济活动的研究。这种对学科界限的自我固守也极大地影响了心理学研究领域的拓展和对于人类行为的理解与认识。

1.1.1.2　经济学与心理学的渊源

经济学和心理学有着共同的源起②，它们都发轫于 17 至 19 世纪期间的英国经验主义哲学学派。这个时期学科之间的界限并未泾渭分明，在它们各自成为具有特定研究对象和研究方法的独立学科之前，两者相互交融在一起，谈论经济问题时常常牵涉心理因素，谈论心理问题时往往涉及经济因素，彼此之间并不存在与生俱来的矛盾、互斥和对立。但随着人类认识和社会的发展，理论思考不再研究社会中的人所遇到的全部问题，而仅仅是某些看来较为专门属于经济科学（或心理科学）的问题。当一门学科在它专门的问题上积累了越来越多的知识和观点时，它的研究者就可能把他们的全部注意力投入到他们自己的特定兴趣中去，这样同

① Myrdal, K. G., (1968), Asian Drama: An Inquiry into the Poverty of Nations. 3 vol. N-Y, Twentieth Century Fund.

② Scitovsky, T. (1986) *Human Desire and Economic Satisfaction*, Wheatsheaf.

相关学科的联系也就必然被削弱了[①]。相应地，经济学和心理学的研究领域也逐渐走向分离和专业化。

（一）早期经济学家的心理经济思想

1. 柏拉图最早思考经济单位中人的欲望及其作用问题。他在《理想国》中指出："一国……的兴起……是出于人们的需要；没有人可以自给自足；但我们中所有的人都有许多欲望。"[②]这里，柏拉图把国家看成是一个经济单位，而不是一个政治实体，决定这一单位兴盛的乃是人的欲望和需要。他认为对财产的占有欲与支配欲这一经济现象和行为是人的欲望中最根本的存在。其后的亚里士多德在其"萌芽状态的纯经济学"中，也"老老实实地把欲望及其满足作为他经济分析的基础"。

2. 早期重商主义者和古典政治经济学家都曾经注意过心理因素在经济活动中的作用。法国的杜尔哥（Turgot，A. R. J.）、孔狄亚克（Condillac，E. B.）、巴斯夏（Bastiat，F.）、英国的巴尔本（Barbon，N.）、西尼尔（Senior，N. W）、意大利的加里阿尼（Galiani，F.），爱尔兰的朗菲尔德（Longfield，S. M.）等都先后尝试用主观心理感觉来评价物品的价值。例如，西尼尔在其主要著作《政治经济学大纲》中，把劳动和资本都化为纯粹主观心理感觉的范畴，认为劳动是工人放弃自己的安乐和休息所做的牺牲，而资本是资本家为了获得生产资料和流通资料而对个人消费所将得到的享乐和满足的牺牲。既然劳动和资本都是一种牺牲，那就要求得到报酬。劳动的报酬是工资，资本的报酬是利润[③]。

3. 以著有《国富论》而闻名的经济学家 Adam Smith，曾写过一本关于人类情感和行为的专著——《道德情操论》。Adam Smith 在《道德情操论》一书中关于人类行为方面的心理学理论，其深远意义毫不亚于他在经济学方面的建树，而且其中的不少关注于人类心理的见解成为了当今行为经济学发展的先驱。比如在《道德情操论》一书中提到"当我们从一个较好的环境转入较差的环境所感到的不适程度，将大于从一个较差的

① Young，B. M.，Lea，S. E. G. and Webley P.（Eds.）（1992a）. New Directions in Economic Psychology. Cheltenham：Edward Elgar Press.

② 柏拉图（Plato），《理想国》，郭斌和、张竹明译，商务印书馆，1986 年版。

③ 西尼尔，《政治经济学大纲》，蔡受百译，商务印书馆，1977 年版。

环境转入一个较好的环境所感到的舒适程度。”①——这完全是 Kanhneman 和 Tversky 所提出的“损失规避”概念的通俗描述。

4. 另一位从事人类行为研究的著名经济学家是与 Adam Smith 同时代的边沁(Jeremy Bentham),他最早提出了“效用”的概念,并做了大量基于人类心理研究的效用理论研究。由此也被称为“效用主义哲学家”(utilitarian philosopher)。Bentham 的效用概念主要侧重于人们心理上的真实感受,包括快乐、痛苦等情感因素。但后来的新古典经济学机械地借用了“效用”这一概念,认为理性人可以通过选择行为最大化自身的效用,并由此构筑了新古典经济学的理论基础——效用理论。从而使人们对“效用”的理解,离其初始的定义越走越远。

5. 少数经济学家在其对经济现象的研究中也已认识到了心理因素的作用和影响。如经济学家门格尔(Menger, C.)早在 1871 年就提出要认识经济机制中的需求、价值和判断等,只有通过内省的心理分析②。

6. 古典经济学家如米尔(Mill, J. S.)③和杰文斯(Jevons, W. S.)④都与同时代的心理学家有着密切的联系,米尔甚至自认为是一名心理学家⑤。他从经济学推理分析的角度,提出了“干扰因素”这一概念。认为干扰因素是理性无法直接把握的种种情感、习俗、意志、动机等非理性心理因素的总和。米尔指出,“干扰因素的影响使得没有学习科学而只是学习政治经济学的纯粹的政治经济学家,当他企图把他的科学运用于实践时他就会失败。”其原因就在于“干扰因素”能经常揭开我们理论思考中的差异或错误,这种差异或错误向我们显示了我们原有理论基础本身的局限性,显示了在理论所概括的范围之外,还有着不可忽视的重要因素或

---

① Adam Smith(1759/1892)《The theory of Moral Sentiments》New York: Prometheus Books pp. 311, 转引自 Colin F. Camerer, George Loewenstein "Behavioral economics: Past, Present, Future". Draft.

② Menger, C., (1976 Reprint of 1871), *Principles of Economics*, translated by James Dingwall and Bert F. Hoselitz, New York: New York University Press, Chapter VIII.

③ 米尔,《功利主义》,商务印书馆,1957 年版。

④ 斯坦利·杰文斯,《政治经济学理论》,郭大力译,商务印书馆,1984 年版。

⑤ Boring, E. (1950). A History of Experimental Psychology (2nd ed.). New York: Appleton-Century-Crofts.

重要领域的存在。米尔的“干扰因素”,实际上包含着对市场行为者存在着理性最大化原则的种种偏离的承认。

7. 后来的经济学家,特别是边际效用学派的经济学家更为注意研究人的心理欲望,用心理方法来研究经济理论和说明经济过程。

边际效用学派把分析个人的欲望作为自己研究的出发点,认为人类的欲望是社会经济中“最原始的要素”,经济学所研究的是个人欲望和满足欲望的财富之间的关系。他们将孤立的个人从社会关系中抽象出来,以孤立的个体经济作为理论考察的对象。在他们的论著中,资本主义生产关系变为鲁滨逊式的神话,出现了“原始森林中的居民”、“荒岛上的漂流者”、“沙漠中的旅行者”等等孤立的人物。他们在分析这些孤立的个人时,又抛开考察个人在社会生产中的活动方式和人与人的关系,以对消费者个人的心理分析作为研究的基础,认为生产是满足欲望的一种手段,是从属于消费的。他们还以“享乐心理”来说明欲望,认为人的欲望就是追求享乐和因此而避免痛苦的心理。边际效用学派从受享乐心理所支配的个人欲望中,去寻找所谓社会发展的经济规律,将一切经济范畴都说成是人们心理的一种反映和表现。其主要代表人物有英国功利主义哲学家、经济学家和法学家边沁(Bentham, J.)①、杰文斯(Jevons, W. S.)、维塞尔(Wisser, F. Von.)、德国经济学家戈森(Gossen, H. H)以及奥地利学派的门格尔、庞巴维克(Böhm-Bawerk, E. V.)等人。维塞尔甚至将政治经济学称为实用心理学。

8. 英国政治经济学家和人口经济学创始人马尔萨斯(Malthus, T. R.)认为,边沁和早期经济学家把人类视为理性的动物,能够用快乐和痛苦的单位计算最大限度的幸福这一理论是违反真实人性的谬识。他认为:葛德文(Godwin, W)过分把人当作一种仅仅是理智的生物——洛克、魁奈、斯密、边沁以及理性时代的其他哲学家实际上也都是这样,把人当作一个理性的存在物。而人是一种“复合的实体”,他的“肉体的倾向作为挑战力的作用很强”,实际上肉体的倾向通常支配他的理性。鉴于此,

① Bentham, J., (1970), *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*, London, Athlone Press, 1970.

马尔萨斯把非理性因素——情欲引进了经济学，他不是像边沁那样，由理性的人用来计算力量、或然性、供给和需求、最大的幸福和最大的利润，而是认为人不是理性的动物。他们是情欲冲动的和愚蠢的动物，其所作所为完全和理性的劝导相反，否则就不会有人口过剩、困苦、战争或罪恶。在他看来，研究经济学，必须从现实的非理性的人出发①。毋庸置疑，马尔萨斯的"非理性情欲"有着认识上的深刻之处，他的观点客观上是对古典学派所提倡的全智全能理性经济人传统教条，在研究范式上的具有转折意义上的思考。

9. 庞巴维克（Ponbawick，1888）和英国经济学家马歇尔（Marshall，A.，1890）都形成了自己的心理学思想②。庞巴维克一方面声称自己不应该研究心理学问题，但他同时又指出真正的心理学家还没有研究如此复杂的问题。他以主观价值论为基础，研究了客观交换价值即价格的形成问题。庞巴维克认为主观价值必须有两个条件：必要条件效用和充分条件稀少性，价值是效用性与稀少性相结合的产物。他还提出了著名的"边际对偶"理论来解释价格决定。认为人们只有在换进的物品的主观价值大于换出的物品的主观价值时才愿意交换。他区分了三种交换形式，即孤立的交换、单方面的竞争和双方面的竞争，并说明了各自的内容。庞巴维克认为双方面的竞争是经济生活中最普遍的现象，而且对价值规律的发展十分重要，他的结论是，在竞争中，价格只在很窄的范围内被确定，市场价格是由两对边际对偶的主观评价所限制和决定的。

在利息理论方面，庞巴维克以边际效用论为基础，提出了时差利息论。他把物品分为现在物品和未来物品两类，现在物品是满足人们现在需要的物品，未来物品是满足人们将来消费需要的物品。他认为利息存在的根本原因是人们的时间偏好，即对现期产品的偏好大于对未来产品的偏好。人们的时间偏好可以从消费品和生产资料（资本品）两方面来说明。对消费品的时间偏好，一方面是因为人们预期未来的消费品数量

① Malthus，T. R.（1798），*An Essay on the Principle of Population.*

② 徐速，"行为主义心理学的衰落和人本心理学、认知心理学的兴起"，温州师范学院学报，1996年第4期。

增多，从而其边际效用下降，另一方面是人们对未来的欲望以及满足此欲望的生产品的估价偏低。而人们对生产资料之所以有偏好，是因为现期产品对未来产品具有较大的技术优势。根据庞巴维克的迂回生产理论，迂回生产比直接生产具有较高的生产率，而迂回生产需要资本品作为生产手段，同时其生产过程为时较长，因此，迂回生产的较高的生产率实际上归结为现期资本品对未来的产品所拥有的技术优势。庞巴维克还进而把利息分为借贷利息、企业利润和耐久物品的利息三种①。其理论不仅在经济学史上有着独特的地位，而且对奥地利心理学派也影响较大，如布伦塔诺(Brentano, F.)等人的意动心理学研究。

马歇尔从市场消费心理的角度论述了人的欲望与市场消费趋向的内部机制，提出了市场消费者欲望饱和规律或效用递减规律，从市场经济的角度把不可分割的消费者欲望作了近似的、半数学性质的、但同时也是有效的严密分析和度量，从而提供了在市场价格变动信号背后由消费者欲望、需要所引起变动的原因注解。他还进一步提出了个人消费欲望随价格变化而变化的需求函数曲线，为商品销售者提供了较为准确的个别商品价格与商品销售量的关系信号。马歇尔进一步认识到个人消费欲望的非理性特征，提出"对许多种类的东西的需要不是正常的，而是偶有的和不规则的"、"个人活动的多样性和易变性"。在此基础上，他按统计规律的方法对市场的总需求规律作了有意义的概括和表述，商品"出售的数量越大，为了找到购买者，这个数量的售价就必然越小；或者，换句话说，需要的数量随价格的下跌而增大，并随着价格的上涨而减少。"从而为销售者通过合理定位商品价格与数量关系而谋取最大化利润提供了有效的手段。

10. 新古典经济学家帕累托(Pareto, V.)②在他的著作中提出"非逻辑行为"这一概念。他把这种行为解释为手段与给定目标没有逻辑关系的行为。尽管帕累托坚信"与政治经济学有关的行为……大

① BÖhm-Bawerk, E. V. (1890), *Capital and Interest: A Critical History of Economic Theory*. Smart translation. 1959 translation printed as *Capital and Interest: Volume I - History and Critique of Interest Theories*, South Holland, Libertarian Press.

② Pareto, V., (1896), *Cour d' Economie Politique*, Vol 2. Lausanne: F. Rouge.

部分属于理性行为”，但在《政治经济学手册》中他指出，在实际生活中，逻辑行为与非逻辑行为“几乎是混杂在一起的”。在《论社会学》一书中，他以“社会效用”和“集体欲望”代替了先前所主张的个人的“效用和个人的欲望”，认为“社会效用”是“非逻辑的”、“非数理的”、“不能测量的”和“感情冲动的”。帕累托的非逻辑行为分析法，对后来的思想家们注重社会行为的非理性因素的分析有着十分重要的影响。另外，帕累托还第一个清楚地区分了基数效用和序数效用这两个概念，并系统地提出了序数意义上的效用理论。通过对消费者偏好的经验调查，得到效用的相对水平的高低，从而使边际效用理论摆脱了“主观感觉不可计量”的批评。

从这里不难看出，正如前文所述，在早期阶段，哲学家或心理学家、经济学家之间的界限并不是泾渭分明的。边沁的“享乐痛苦的算术”，门格尔的“只有内省才能了解各种经济行为人的需要和主观评价”等研究初步构成了“一门没有心理学家的心理经济学”，这就印证了我们的观点，即经济学和心理学之间不存在不可跨越的历史界线。可以这样说，经济行为的心理思想是蕴含在早期经济学研究中，同经典经济学一起形成的。

（二）20 世纪以来经济学家对心理经济学思想的探究

1. 被称为“制度主义运动”领袖的经济学家凡勃仑（Veblen, T. B.）[①] 认为经济学研究的对象是人类经济生活借以实现的各种制度。而制度是由人们的心理动机和生理本能所决定的思想和习惯形成的，“从心理学方面来说，可以概括地把它说成是一种流行的精神状态或一种流行的生活理论”。其思维原点和分析的概念性工具，不是理性经济人，而是人的“本能”和人的“习惯”，他认为，本能树立人类行为的最终目的，推动人类为达到这种目的而作努力。理智、理性则不过是达到目的的一种方法。个人和社会的行动都是受本能支配和指导的。这些行动逐渐形成思想和习惯，进而形成制度。制度一旦产生，就对人类活动产生约束力，本能所产生的目的也就在已经形成的制度中得到实现。

① Veblen T. (1899), *The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions*. N. Y., Random House (Théorie de la Classe de Loisirs, Gallimard Folio).

凡勃伦同时也对奥地利学派和古典经济学的“鲁滨逊方法”及其边沁的“享乐主义”的哲学基础进行了批判。他认为经济学理论发展到19世纪中叶为止,都是在享乐主义的心理学和“确信世事变迁的过程中,有渐入佳境的趋势”(《科学在现代文明中的地位》)这两个理论拼版上翻版。享乐主义心理学把人看作是“快乐和痛苦的计算者,俯仰浮沉于刺激力推动之下,好像一团性质相等的快乐欲望的血球”,其行动主要受追求快乐和避免痛苦的冲动支配,这与新心理学公理不相符合。至于世事“有渐入佳境的趋势”更是一种错误的形而上学说法。由此他得出结论:以往经济学的前提和理论体系不可能正确。

2. 经济学家贝克尔(Becker, G. S.)[①]提出,经济生活中不仅有理性行为,而且有非理性行为;现代经济学的重要原理是从一般原则中产生出来的,这些原则不仅涉及理性行为和具体事例中的生存行为,而且涉及大量的非理性行为。在他看来,“经济理性很能相容于非理性行为,这一点超出了人们的预料。”他认为“广义的非理性行为包括处于极端情形的怠惰行为和冲动行为”,并提出了怠惰和冲动两个非理性行为的模型。贝克尔更多地希望能把经济理性与非理性有机结合起来,并用市场的理性去整合经济单位的非理性行为。因此他指出,非理性单位(厂商、家庭或个人)因机会的变化往往被迫做出理性的反应,从而体现出理性行为的原理。

3. 英国经济学家霍奇逊(Hodgson)[②]从哲学、心理学角度论证了人的行为决策不可能达到全智全能的理性程度。他认为,经济学家对理性和非理性理解的偏见深层原因,来自他们对人脑处理信息加工原理的认识缺乏像哲学家、心理学家和社会学家那样熟悉的讨论。“经济学家们常常口头上对‘信息问题’给予关注,……但是,它是对信息本身的一次容易引起误解的、错误的处理,因而最终导致了错误和混乱”。实际上,市场信息的撷取和加工,一要感觉材料,它需要大量杂乱的听觉、视觉材

① Becker, GS (1962), Irrational Behavior and Economic Theory, *Journal of Political Economy*, pp. 1—13.

② G·M·霍奇逊,《现代制度主义经济宣言》,向以斌等译,北京大学出版社,1993年版。

料组成;二要理性分析的框架,对信息进行有价值的筛选和提炼;三要有"约定俗成的知识加以补充和整合"。在市场行为者的决策机制中,由于认识和思维过程是一种复杂的多层系统,而行为本身又是根据不同思维层次发生的,有时是经过深思熟虑后的行为,有时则是无意识、潜意识状态所激发的非理性行为,因此经济行为人的决策并非像古典经济学家所主张的那样是完全理性的。

4. 莱宾斯坦的经济非理性"X-低效率"理论在当代西方经济学界有着很大影响。他认为:

(1) 新古典理论所描述的企业营运方式与现实并不相同,市场普遍存在偏离最大化原则的非配置型低效率现象。

(2) 任何经济行为者都存在着非理性行为,新古典经济学所谓的完全理性的经济人只能是一种极端的和个别的情况。而在多数情况下,人们的决策则采取依赖于习俗、惯例、模仿的形式(这些形式明显具有偏离极大化的特征)。因此,应该用极大化、非极大化(理性和非理性)假设来替代新古典的惟一极大化假设。

(3) 任何企业内部都存在着非理性现象。企业生产过程不是一种预先理性设定的机械过程,企业也不是一部将投入变为产出的高效率理性转换器。在企业运行中,上司、同事和传统等因素都会对企业个人的努力水平发生影响,从而导致个人行为的最大化偏离。

5. 英国经济学家庇古(Pigou, A. C.)[①]和凯恩斯(Keynes, J. M.)等人都强调不合理的心理因素对经济周期各个阶段起着重大作用。他们认为,经济周期的产生是与人们的预测和预期分不开的。经济高涨时由于资本家对于获利前景的乐观预期,往往导致过多的投资,产生"乐观下的错误"。而当这种过度乐观预期所造成的错误被觉察以后,又逆转成不合理的过度的悲观情绪,以至"乐观心理和悲观心理相互发生错误",由此导致危机的爆发和继之而来的累积的经济衰退。

凯恩斯在《就业、利息和货币通论》中认为,有效需求不足导致了经

① Pigou, A. C., (1924), The Economics of Welfare, London, Macmillan, 2nd. Ed.

济危机和失业。有效需求包括消费需求和投资需求[①]。在他看来，对有效需求量，从而对就业量起最后决定作用的因素主要有“消费倾向”、“对资本资产未来收益的预期”、“流动偏好”这三个基本心理因素和货币量。心理上的“对资本资产未来收益的预期”决定资本边际效率；心理上的“流动偏好”和货币数量决定利息率；资本边际效率与利息率则决定投资需求。经济危机的原因在于资本边际效率的突然崩溃，由于投资市场通常受投机心理支配，因而资本边际效率在很大程度上受投机心理支配，并不是基于对未来收益的合理估计。由于消费倾向这一基本心理因素的作用，当收入增加时，消费的增长往往赶不上收入的增长。这就引起消费需求不足，使总供给价格和消费需求之间的差额增大。同时由于那些决定投资的基本心理因素的作用，投资需求往往弥补不了上述差额，这样，由于有效需求的不足，就业量在未达到充分就业之前，就停止增加，造成大量的“非自愿失业”。按照凯恩斯的分析，这三大心理规律的存在，使宏观经济在完全自由的市场经济中无法得到平衡，其结果就会出现经济危机。要解决经济危机，就需要政府出面对经济运行进行干预，增加全社会的有效需求，抵消三大心理规律对宏观经济的负面影响。毫无疑问，经济主体的心理会影响他们的经济行为，但凯恩斯的失误在于把这些心理因素看成是“先验的人性”，似乎具有永恒的性质。

6. 集经济学、心理学和人工智能研究于一身的著名学者、诺贝尔经济学奖获得者西蒙(Herbert Simon)还专门提出了“有限理性”(Bounded Rationality)的概念，以强调在经济研究中考虑心理因素的重要性。他认为：由于经济行为人的真实决策情景的不确定、不完备性和复杂性使得全面理性不可能实现，同时作为信息处理者本身认知能力的局限都决定了真实决策过程中行为人是以近似代替精确、是有限理性而不是完全理性、是“寻求满意”而不是“寻求最优”。经济行为人偏离最大化的反映形式是人的认识本质所规定的，那种无限放大经济行为人的理性能力的完全理性说，是对市场的无知和对行为人的误解。西蒙主张，理性经济人应改

① Keynes, J. M., (1936). *The general theory of employment, interest and money*, London: Macmillan.

为有限理性的人或称“管理人”，管理人关心的只是在他看来最要紧、最关键的因素，因此比经济人更贴近社会、更贴近行为人的内在本质。

7. 在管理学的研究中，行为研究更为重要。因为管理过程不仅是一个管理物的过程，更重要的是管理人的过程。1930 年代的管理理论主要是从行为的角度进行研究的。这个行为，一方面是自然人的行为；另一方面是非自然人（机构、团体、组织）的行为。

如马斯洛（Abranan H. Maslow，1943）在其著作《人类动机的理论》中，将人的需要分为五个层次：生理的需要、安全的需要、情感的需要、受人尊重的需要、自我实现的需要。人的行为顺序是在满足了前一个需要以后才会追求后一个需要的。

而道格拉斯·麦格雷戈（Douglas McGregor）在对企业的研究中观察到，管理者对于人性的观点是建立在一些假设基础之上的，而管理者又根据这些假设来塑造他们自己对下属的行为方式。因此，他在 1960 年出版的《企业的人性方面》一书中提出了两种完全相反的理论：一种是基本上消极的 X 理论（Theory X）；另一种是基本上积极的 Y 理论（Theory Y）。前者假设员工天生不喜欢工作，只要可能，他们就会逃避工作；由于员工不喜欢工作，因此必须采取强制措施或惩罚办法；员工只要有可能就会逃避责任，安于现状；大多数员工喜欢安逸。而后者假设员工视工作如休息、娱乐一般自然；如果员工对某些工作做出承诺，他们会进行自我指导和自我控制，以完成任务；一般而言，每个人不仅能够承担责任，而且会主动寻求承担责任；绝大多数人都具备做出正确决策的能力，而不仅仅管理者才具备这一能力。X 理论或 Y 理论都可能在企业的管理中找到成功的例子，说明不同企业文化、不同行业，对人的心理约束是不同的。

纵观整个经济学说史，我们认识到，从米尔的“干扰因素”、马尔萨斯的“肉体倾向”到帕雷托的“非逻辑行为”、凡勃伦的“本能和习惯”、贝克尔的“怠惰与冲动”和西蒙的“最大化偏离”等等，都强烈地昭示出经济心理与行为始终是经济学家们研究中有意无意地予以思索和探究的内容之一。凯恩斯更为直截了当地坦言：“我要十分强调经济学是一门道德科学。它和人的内省和价值观相联系。它关心的只是动机、期望和心理不安”。他不止在一处提出，具有“多血质和要在事业中占一席之地的建设

精神”的人是经济活动的最活跃的动力。同时他还发现了导致资本主义经济危机(供需不平衡矛盾)的三大心理规律。尽管这种思索和研究相对而言仍显得凌乱和浅显,但应该承认正是这些散见于各位经济学家的学说中的思想,为科学心理经济学的诞生作出了极好的准备和启承。

然而对人类心理和行为的研究,并没有在主流经济学中得到连续的发展。将心理学强行排斥于经济学之外,始发于19世纪末20世纪初。这也正是新古典经济学的创始期。那时的经济学家希望经济学能够成为一门自然科学,使其具有很强的科学性。而当时心理学还未能发展成为一门系统的学科。经济学家们认为将人的行为变量引入经济学领域,会使问题难于把握进而失去经济研究的科学性。因此经济学家对人类心理因素的回避,连同对Bentham“感受型效用”概念的否认,引起了一场将心理学从经济学中连根去除的运动。新古典经济学中关于理性人的假设,相信稍有经济学基础的人都非常熟悉。一切都不能够改变经济学向着“更科学”、“更理性”的方向发展。

1.1.2. 心理经济学

阿尔布(1984)认为心理经济学的建立是一个逐渐摆脱哲学方面有关“人性”的那些有争论的公设,最后达到在一些具体方面加以应用(从市场研究到预测和计划化)的过程。在它逐渐成为一门独立学科的过程中,许多经济学家都对经济现象中的心理因素进行了有益的思索和探讨,甚至有人认为心理原则是考察个人经济活动和社会经济问题的一般前提,任何经济现象都可以从心理规律得到解释。尽管这种思索大抵上都是从哲学、政治或常识出发来论述问题,不属于主流经济学的专门和系统的研究,并且往往是前科学意义上的,但同样对心理经济学的诞生起到了相当的启发和铺垫作用。

然而这里仍需指出的是,尽管经济学家始终无视心理学的存在,但遗憾的是他们从来都不得不考虑心理学,也从未有过完全摆脱心理学基础的经济学。如经济学正是依据“人的行为是机械的”这一行为主义心理学派的经典命题才提出人是机器,人与客观事物的关系是简单的刺激——反应(S-R)的假设,并在此基础上构筑了“消费支出是收人的函

数”、“商业投资是利润的函数”、“需求量随价格下降而增长，随价格上涨而下降”等经济原则乃至整个传统经济学理论体系[①]。霍曼斯（Homans，G.，1958）的观点很有代表性，他认为在这一最单纯的假设下，经济学的确获得了很大的解释力[②]。

鉴于这些事实，心理经济学家阿尔哈德夫（Alhadeff，D. A.，1982）指出：“一直被经济学家拒之门外的心理学，实际上早就从后门悄悄进入经济学了。”[③]他同时指出，其实从斯密、李嘉图、马克思（Karl Marx）[④]到马歇尔（Alfred Marshall）和凯恩斯都深知这一点。事实上，几乎所有著名的经济学家的思想中都囊括了复杂的心理学。

作为都试图描述、预测和解释个体或群体的人类行为的社会科学，经济学和心理学的这种互相排斥与隔膜对于经济学和心理学各自的发展以及对人类行为的理解均造成了极大的损失。卡多纳一针见血地指出：“没有心理学的经济学不能成功地解释重要的经济过程，而没有经济学的心理学就没有机会解释最一般的人类行为。”[⑤]

经济学和心理学的结合并非人为的别出心裁，而是科学发展的必然结果，有着“天然的合理性”。于是，20 世纪以来，在一批“具有良好心理学素养的经济学家”和“具有良好经济学头脑的心理学家”的倡议和积极参与下，诞生了跨越经济学和心理学之间人为藩篱的新兴学科——心理经济学，可以说，跨学科的心理经济学正是充当了经济学和心理学这两个“苦苦维持绅士风度的英国绅士”之间的谦和的中间人的角色。

（一）心理经济学研究的新动向

近十年来，心理经济学理论研究的新动向表现为：

1. 对经济心理中的金融行为的兴趣日趋浓厚。1994 年在伊格斯特

---

① Pareto，V.，（1896），Cour d' Economie Politique，Vol 2. Lausanne：F. Rouge.

② Homans，G.，1958. *Social behavior as exchange*. *American Journal of Sociology*. 62. pp. 597—606.

③ Alhadeff，D. A.，（1982），*Microeconomics and Human Behavior：Toward a New Synthesis of Economics and Psychology*，Berkeley，CA，University of California Press.

④ Marx，K. H.，*Das Kapital*，（1867 —1894，）libro III：Der Gesamtprozess der kapitalistischen Produktion.

⑤ George Katona，（1975），*Psychological Economics*，Amsterdam：Elsevier.

和1993年与1995年在蒂尔堡的学术研讨会上都明显地显示了这一特点。

2. 雏发于预期理论的实验经济心理研究已经吸引了越来越多的研究兴趣并为许多问题的解决提供了可能。作为心理经济学一个迅速成长的领域,它汇集了大量的经济反常现象,如对博弈理论预测的偏离、参照效应、禀赋效应、现状偏见、思维运算、自我控制和时间不一致偏好等等。

3. 经济社会化和经济知觉虽然尚未达到上述领域的发展阶段,但同样也受到了越来越多的研究者的关注。

4. 一个颇具吸引力和迅速发展的领域是谈判行为。与对博弈理论的研究不同的是,它的研究主要是描述性的。

5. 心理经济学研究将更多地与公共政策、企业战略和宏观经济体系等宏观参照结构联系起来。

6. 尽管现在态度研究在心理经济学中并未得到太多的强调,在理论建构中也不很重要,但态度测量已经相当细致复杂,并已通过与其他方法相结合来达到对经济行为的更好地解释和预测。因此长远来看,态度研究将在心理经济学中产生更大的影响。

7. 归因理论已被引入到诸如购买失误时的心理与行为反应等许多研究中(Weiner, B., 1985)①。贝特曼和魏茨(Bettman, J. R. & Weitz, B. A., 1983)②的研究表明归因理论对于企业行为也有着较好的解释效力,福特(Ford, J. D., 1985)③认为企业经理对于业绩下降趋势的归因将直接影响他们对补救措施的选择。甚至有学者认为,如果能得到制订政策者和决策者等相关人员的合作(或通过查阅文件)了解到他们如何归因,那将为国际经济关系研究开辟一个新的视角。

8. 消费者行为研究仍将是心理经济学的研究重点所在,但从长远来

---

① Weiner, B. (1985). An Attributional Theory of Achievement Motivation and Emotion. *Psychological Review*. 92. pp. 548—573.

② Bettman, J. R. & Weitz, B. A. (1983). Attributions in the board room: causal reasoning in corporate annual reports. *Administrative Science Quaterly*, 28, pp. 166—202.

③ Ford, J. D., (1985) "The Effects of Casual Attributions on Decision Makers' Responses to Performance Downturns," *Academy of Management Review*, Vol. 10, pp. 770—786.

看消费者行为的理论发展将会更独立于市场营销，并在研究取向上更加关注诸如消费者信息之类的公共政策问题。

（二）心理经济学的研究方法发展趋势

方法在科学研究中的意义是不言自明的，研究方法的适用与否和发展程度制约着学科的进一步发展。心理经济学在其发展过程中也对方法给予了相当大的重视，在利用经济学和心理学的原有研究方法的同时，发展了一系列独有的方法、技术、手段和模式，这些我们将在下一章中详细介绍。从研究方法的发展趋势上，呈现出以下几点。

1. 理论建构将以实验为基础，同时实验前后也会结合相应的现场研究以提供更好的特定模型，即研究呈现出强烈的"综合化"发展态势。

2. 研究中将比现在更多的使用调查方法，对调查资料的收集将更多地使用电话、传真邮寄调查和网上调查等方式。

3. 对研究数据的处理将会更多地依赖于像 LISREL 和 PLS 这样的结构方程建模（SEM-Structural Equation Modeling）技术[①]。多元统计方法也将更为盛行。

4. 计算机不仅大量用于实验的操纵和控制，使实验的进行更为方便和多样化，而且也广泛应用于快速准确地对批量数据进行处理和计算机模拟，从而使心理经济学的研究方法达到了现代科学的水平，并使得研究者们对于清楚界定的模型的需求意识更为强烈。计算机化实验的优点具体如下：

（1）主试可以避免各类因素的干扰，更为严格地控制信息的流动；

（2）建立主试和被试以及被试之间更快的和私人性的传讯，并使计算机化指南成为可能；

（3）从某种程度上减少主试和被试之间的相互影响，从而降低了对被试的需求效应对结果的影响；

（4）实验的全部数据被准确地毫无影响地记录下来，全部实验规则也得到了完美的执行，保证了对实验的全面分析与认识；

---

① Fornell, C. and Bookstein, F. (1982). "Two Structural Equation Models: LISRELand PLS Applied to Consumer Exit-Voice Theory," *Journal of Marketing Research*, 19, pp. 440—452.

5. 对清楚界定的模型的使用将会增加,这意味着研究宏观层面问题及企业的心理经济学学者们将效法和借鉴那些惯于以详细说明的模型来研究复杂经济问题的经济学家。但与经济学家使用的模型不同的是,心理经济学家们的模型中包含了非经济变量,如对宏观心理变量的测量和相关主观资料的收集。

(三) 心理经济学的学科发展态势

目前,心理经济学中的主要理论都来自于心理学和社会心理学,如人类信息加工理论就为消费者研究中的许多模型提供了材料。即使是对于认知研究中将信息加工纯粹比做计算机模型的批评,对心理经济学的研究也大有裨益——它导致了对于情绪和情感因素的研究。可以预见,心理学的发展或突破将为心理经济学的研究提供新的思路、方法和理论,未来的心理经济学研究也将融会更多的心理学思想。

1. 欧洲各国自 1970 年代开始的公众观点调查无疑是受卡托纳的研究影响的结果,这些调查以其独特的方式提供了几乎二十年的心理时间序列。如今这种调查方法已经扩展到公众对于欧洲共同体的事务及其发展的观点以及生活满意感和幸福感(即福利问题)等方面。心理经济学家们也已充分利用这些资料来进行研究,如范登阿庇里对消费者情感指标的预测价值(Vanden Abeele, P., 1988)[①]和范拉伊等人对储蓄意向(Wärneryd, KE, 1999)[②]等问题的研究。可以设想,这种极具价值的研究方式将得到进一步推广和应用。

2. 由于当前的许多研究往往止步于经验主义的研究积累,对于具有一般和普遍意义的理论的构建重视不够,从而不仅滞缓了整个心理经济学理论体系的完善与发展,而且在相当大的程度上限制了心理经济学研究和应用的广度和深度。就研究者来说也相对更偏爱使用调查的方法,对于理论构建的方法和手段的掌握尚有欠缺。在未来的发展中,心理经

① Vanden Abeele, P., (1988): Economic agents' expectations in a psychological perspective, en WF Van Raaij, GM van Veldhoven y KE Wärneryd (eds.): Handbook of Economic Psychology. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.

② Wärneryd, KE, (1999), The Psychology of Saving: A Study on Economic Psychology, Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

济学的这一研究偏向无疑将会得到有效的纠正，理论研究会受到应有的重视和进一步地加强，心理经济学也会逐步形成自己严格的规范和标准。

鉴于公众对于心理经济学的了解和认可仍有待进一步深入，因此心理经济学家们也会在向公众介绍、宣传学科的基本知识与成就上加大力度，尤其在大众传媒层面，较通俗的介绍性文章和普及性节目会持续增多。心理经济学的应用特性也将使得对经济现象进行心理学分析，解释经济行为背后的心理动因，如失业问题、通货膨胀问题等的相关普及性读物大量涌现。

3. 心理经济学是“经世之学”，应用性已成为它的固有特性，几乎所有的心理经济学研究和各个分支都肇始于现实问题，并在现实需求的推动下得到发展。作为一门旨在研究人类经济行为的科学，心理经济学在现实经济和社会领域中的重大作用日趋明显，如通胀的心理预期、宏观经济调控中的心理问题、消费者的购买意向和消费决策等问题都是心理经济学研究的课题之一，其研究成果也越来越受到政府和公众的重视。心理经济学将继续以自己的应用研究成果证明学科存在的价值和意义，并为学科的深入发展提供充沛的动力。

4. 心理经济学的研究内容将会日臻丰富，研究范围也将日益扩大。随着研究的逐步深入，心理经济学将迅速拓展自己的研究范围，把探索触角伸向一些原来鲜有问津的领域，如国外研究者已开始涉足稀有资源心理学、人类生态问题、预测心理学、国际经济关系心理学、移居心理病理学等一系列问题。在学科构建方面，它把工业心理学、商业心理学、消费心理学、广告心理学等分支学科聚集在自己的麾下，在注重学科发展的广度和分野的同时，试图提出人类经济行为心理活动的一般理论，充分体现出了学科发展的宏观构架。

5. 心理经济学的跨学科特性和它丰富的研究内容与广阔领域，决定了对于经济心理与行为的研究从来都不可能是某一个学科所能独立完成的，同时它的研究的挑战性和前沿性也将吸引越来越多的各学科的学者们跻身于心理经济学的研究行列，合作研究、相得益彰，共同推进学科的发展和繁荣。

1.1.3 认知心理学

人们是如何认识世界、理解世界的呢？人们拥有发达而奇妙的大脑，但是正如美国心理学家 E. Aronson 在其著作《社会性动物》(The Social Animal)中所指出，人类的大脑“不尽完美之处如同他们的奇妙之处一样多。这种不完美的结果就是，许多人们自以为最终搞清楚的事情也许并不正确”。作为行为经济学的心理学基础之一认知心理学很好地揭示了人们在判断与决策中的大脑信息加工过程。

1.1.3.1 认知心理学的产生背景

1950 年代以前，行为主义在心理学研究中大行其道，但到了 1950 年代，它也受到了心理学家们越来越多的怀疑和责难。其中最为致命的责难是对行为主义赖以生存的基础[①]发出的诘问。对于实证主义，研究者们的疑问直指它的三条基本原则[②]。

1. 可被观察原则。行为主义主张研究以可被视察者为限，凡属观察所难及的思想意识都应予以放弃。因此，行为主义领军人物 Watson, J.[③]坚决摒弃意识，认为心理学研究对象是可被观察到的行为及影响行为的环境因素；研究的目的在于由刺激预测反应，以达到控制行为的目的，即 S—R 公式；具体的研究方法则是 Povlov, I.[④]的经典性条件反射和 Skinner, B. 发展的操作性条件反射[⑤]。用 S—R 公式来解释一切，即使是最复杂的现象也认为不过是 S—R 连锁体，但这在方法论上有强烈的极端化和简单化的倾向。

---

① 行为主义的两个主要基础一是实证主义的科学哲学，它以为实证主义对完善的科学研究提供了一种一般的方案；二是动物实验研究，主要是对白鼠学习的研究，认为由此产生了适用包括人在内的一切动物的一般的行为规律。

② 徐速，“行为主义心理学的衰落和人本心理学、认知心理学的兴起”，温州师范学院学报，1996 年 4 期。

③ Watson, J. (1913). Psychology as the Behaviorist Views it. *Psychological Review*, 20, pp. 158—177.

④ Cited from Girogian, NA: Pavlov, Ivan Petrovich. In *The Dictionary of Scientific Biography*. Charles SchribnerÂ's Sons, New York, Vol 10, pp. 431—6, 1974.

⑤ Skinner, B., (1974), *About Behaviorism*, Random House, Inc.

2. 客观性原则。行为主义从客观性原则出发，希望把所有的科学的理论术语操作主义化，但许多内部的，抽象的心理学概念就难以操作化。过分强调客观性，就免不了缩小比较和研究的范围。

3. 经验主义原则，行为主义反对本能的概念，侧重学习的结果就是要贯彻经验主义的观点，但作为行为主义另一个支柱的动物行为研究却并不总是支持这个观点。

行为主义原来是依靠动物实验获得的动物心理规律应用于人类心理的。到了1950年代，人们发现这些实验也都是不可靠的。1961年，斯金纳的两位年轻合作者的实验①及类似的研究就动摇了行为主义对动物和人学习的三大假设：

（1）动物实际上是白板一样纯洁，它的行为经验完全是后天学会的；

（2）有机体之间的个别差异是不重要的；

（3）任何刺激都同样能够形成任何反应，即S—R公式的成立。

认知心理学的产生②正是在批判行为主义心理学的基础上发展起来的，它疾呼对于决定行为的内部机制研究的重要性，并用它来解释人类的行为。在认知心理学家看来，刺激虽然重要，但它不能成为单独和直接说明行为的原因，行为和一系列的中间变量有关，用公式表示就是S－O－R，O这个中间变量包括需要和认知，需要是支配行为的动机，认知是对环境中客体的再认，环境提供的信息是通过支配外部行为的各种认知过程而编码、储存和操作的，正是这些内部过程把S和R连接起来，才能成为行为的决定因素。心理学不仅应该，而且可能用客观方法来研究人类内部的认知过程，只有这样，才可能试图打开人脑这个“黑箱”③。

至此，认知心理学强烈的反行为主义倾向已然坦呈于世，它对行为主

---

① 该实验发现：按斯金纳的设计要求进行实验，他们虽然能够教会小猪把一些木制的小币埋在猪圈的泥土里，但是最后，动物还是把它们都挖出来。他们报告说，在许多情况下，动物为一些“强烈的本能行为限制住”，推翻了已经学会的行为。这是因为猪在本性上是为了寻找食物用鼻子去刨挖泥土的，所以它们必然要刨挖出由于食物强化的有控制训练而收集和埋藏起来的木制币。

② 认知心理学因Neisser，U.于1967年出版的《认知心理学》一书而得名。（Neisser，U.，（1967），*Cognitive Psychology*，New York：Newbury House.）

③ Hothersall，David.，（1995）. *History of Psychology*. New York：McGraw-Hill.

义的研究原则的决然抛弃被认为是主流心理学发展中的一场“认知革命”(Cognitive Revolution),推翻了行为主义心理学长达半个世纪的统治[①]。经过1960年代中期以来的迅猛发展,到了1980年代,它已经取得了许多令人瞩目的成果,成为心理学界盛行的一个主要流派,基本上取代了行为主义而在心理学领域居主导地位,正如著名认知心理学家Newell, A.[②]所说,“心理学要是没有认知心理学内容似乎是无法想像的”。美国奥斯登大学认知科学研究中心主任席勒尔教授(1989)也说:“现在如果从心理学中抽掉了它,心理学就被破坏得面目全非了”。

1.1.3.2 认知心理学概述

认知心理学是以人类心理现象中认识过程为主要研究对象的一门科学,它是广义的认知科学(包括计算机科学、通讯科学、语言学、逻辑学、人类学)的一个重要分支。《认知心理学》一书中指出:“我们所有的心理能力(知觉、记忆、推理及其他等)被组成一个复杂的系统,它的综合功能就叫“认知”。Solso, R. L. [③]在《认知心理学》一书中,阐述了该门学科的任务:“认知心理学是研究我们怎样得到世界的信息,这些信息怎样表征和转化为知识,研究知识怎样被存储起来,并用来指导我们的注意和行为。认知心理学包括了心理过程的整个领域,从感觉到知觉、模式再认,注意、学习、记忆、概念形成,思维、表象、语言、情绪的发展过程等等。” Anderson, J. R. [④]说得更简练,他指出:“认知心理学的任务就是试图了解人类智慧的实质和人们怎样思考”。

(一) 认知心理学的分类与基本模型

认知心理学有广义和狭义两种。广义的认知心理学包括结构主义心理学和心理主义学派、信息加工心理学。狭义的是指信息加工心理学。它们的共同特点是强调研究意识、研究认识的高级过程。其中结构认知心理学起源于欧洲大陆,主要代表人物为瑞士著名心理学家Piaget, J. [⑤]。

① Best, J. B., (1992). *Cognitive Psychology*. 3nd ed. West Publishing Comp, St. Paul.

② Newell, A. & Simon, H. A., (1972). *Human Problem Solving*. Prentice-Hall.

③ Solso, R. L., (1991). *Cognition Psychology*. 3rd ed. Boston: Allyn and Brain Company.

④ Anderson, J. R., (1980). *Cognitive Psychology and it's Implication*. San Francisco: Freeman.

⑤ Piaget, J., (1980). Adaptation and Intelligence: Chicago: University of Chicago Press.

心理主义学派主要代表人物有布 Brewer, W. F.[①]、Bransford, J. D.[②]，他们研究了对单词、语句等复杂现象的知觉和记忆，强调了图式和对材料的重新建造在记忆中的作用。

狭义的认知心理学指信息加工心理学(information processing psychology)。这是认知心理学的主流。信息加工心理学把人和计算机进行类比[③]。计算机从周围环境接受输入的信息，经过加工并储存起来，然后产生有计划的输出。认为人的系统和计算机一样，对知识的获得也是人对信息的输入、转换、存储和提高的过程。人的认知的各种具体形式是整个信息加工的不同阶段，人类的信息加工可用模型来说明(见图 1.2)。

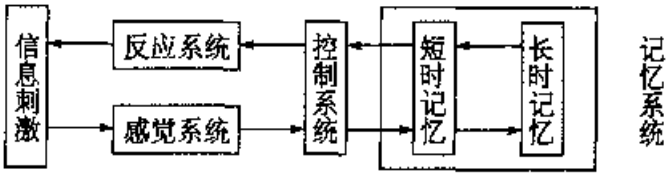


图 1.2　人类信息加工模型

如图 1.2 所示，信息经过感觉系统被短暂地保存在原始的感觉形式中。它经过控制系统，进入短时记忆和长时记忆即信息存储。保存在长时记忆中的信息，被提取到短时记忆中，并且通过问题解决、决策等过程，实现当前的工作任务。这里特别要指出的是，最早提出控制系统(即过滤器)的是英国心理学家 Broadbent, D. E.[④]。他认为神经系统在信息加工的容量方面是有限的，信息通过大量平行的通道进入神经系统时，由于到达某自主的信息总量超过负责知觉分析的高级中枢的容量，因而需要一种过滤的控制机制在信息的传输通道上起“关卡”的作用。这种过滤控制机制能从一条输入路线选择信息并使这种信息直接通向高级神经加工中枢，而没有受到选择的信息就被阻断在加工系统的外面。由于控制

① Brewer, W. F., (1977). Memory for the pragmatic implications of sentences. Memory and Cognition, 5, pp. 673—678.

② Bransford, J. D., & Franks, J. J. (1971). The abstraction of linguistic ideas. Cognitive Psychology, 2, pp. 331—350.

③ 蒋威，“论认知心理学及其兴起的历史背景”，湖南教育学院学报，2002 年第 3 期。

④ Broadbent, D. E., (1958), *Perception and Communication*, New York: Pergamon Press.

系统的作用，来自一个通道的信息由于受到选择而全部通过。而来自另一个通道的信息则由于“闸门”被关掉，就完全丢失了。认知心理学家关心的是作为人类行为基础的心理机制，其核心是输入和输出之间发生的内部心理过程。

在这一过程中，人类究竟是理性的还是感性的？关于人类认知的普遍认识是，人是完全理性的，每个人尽力做到不犯错误，坚持正确的观点和信念。社会心理学家 H. H. Kelly(1973)提出了一个关于人类思维理性的复杂观点：人们试图像“幼稚的科学家”那样行事。为了找出特定事件或现象的最佳解释，科学家会在已知资料中寻找协变量。也就是说，他们试图发现这样的情形，即“X 发生于 Y 前并永远与 Y 且只与 Y 一起变化，可以得出 X 产生 Y”。同样，在解释他人行为时，人们会寻找以下三个方面的信息：

(1) 行为者行为的一贯性；

(2) 行为者行为的统一性；

(3) 行为者行为的特殊性。但人们是否会像 Kelly 认为的那样理性呢？在某些场合我们的确如此，如本杰明·富兰克林在重大决策前，总是例行公事地运用“快乐计算法”把利弊都写下来。

在某些重大的决策事件上，我们中的绝大多数人也会这样做，像个幼稚的科学家那样的思考。但理性思考至少需要两个前提：

(1) 思考者能够获得准确、有用的信息；

(2) 思考者拥有无限的、可用于加工生活数据的资源。事实上，日常生活中并不具备这些条件。

当这些条件不完全具备时，我们怎么办呢？事实上人们在认知过程中会尽力寻找捷径。根据 S. T. Fiskehe 和 S. E. Taylor(1991)的研究，人类是“认知吝啬鬼”(cognitive misers)，即人们总是在竭力节省认知能量。考虑到我们有限的信息加工能力，我们总是试图采用把复杂问题简化的战略。人们常用以下集中方式实现这个目的：

(1) 通过忽略一部分信息以减少自己的认知负担；

(2) 过度使用某些信息避免寻找更多的信息；

(3) 接受一个不尽完美的选择，因为这已经足够好了。

认知吝啬鬼战略可能是有效的，因为这样做可以很好地利用有限的

认知资源来加工几乎无穷无尽的信息。但这些战略也会产生同样的错误和偏差，特别是在人们选择了错误的战略，或者在匆忙中忽略了重要信息的情况下。承认人们是认知吝啬鬼并不意味着人们注定就会歪曲事实。一旦人们了解自我局限及人类大脑中普遍存在的偏差，就可能会更好地思考，作出更明智的决策。

（二）认知心理学的研究范式与方法

认知主义（cognitivism）与联结主义（connectionism）是认知心理学研究的重要范式。在20世纪中期认知心理学革命兴起之时，这两种范式同时出现在舞台上，它们并肩发展、各有千秋。前者的代表人物是Minsky，M. A. 与 Papert，S.，其中 Papert[①] 1969年出版的题为《感知器》的著作更被认为是个分水岭，从此，认知主义的研究定向开始占了上风，并很快居于主导性的地位，成为认知心理学的理论基础和核心。

认知主义也被称为符号的研究范式，它的指导思想是将人的信息加工和计算机相类比，把人看作是信息加工系统，对符号进行接收、编码、储存、提取、变换和传递。

符号具有两重性：

（1）符号本身代表着一定的内容或意义，即表征（represent）着一定的事物；

（2）符号自身又具有物理的或形式的特征。

符号通过一定的联系形成符号结构，符号结构又称为语句，两者都是外部事物的内部表征。但是符号不仅可以代表外部事物，而且还可标志信息加工的操作。认知被看作是心理的表征，在认知主义看来，认知是通过符号进行的表征，这也被称之为符号表征理论（symbolic representational theory）。认知主义赋予符号以核心性的地位，认为认知也就是符号的计算，或依据一套规则对一组符号进行的加工，这也被称之为符号计算理论（symbolic computational theory）。沿循这一理论主张的认知心理学研究，也叫做计算心理学（Computational Psychology）。

但是，到了1980年代初期，被挤出舞台的联结主义研究卷土重来。

---

① Minsky, M. A & Papert. S.,（1969）, *Perception*. Cambridge MA: MIT Press.

1981 年,Hindon,G. E. 和 Anderson ,J. A. ①主编出版的《联想记忆的并行模型》一书,是重兴联结主义研究的一个重要标志。此后,便开始了对认知主义的主导地位的挑战。1986 年,认知心理学家 Rumrlhart,D. E. 、McClelland,J. L. ②和 PDP 研究小组共同编辑出版了两卷本的《并行分布加工》一书,更被公认是联结主义认知心理学研究的"圣经"③。

联结主义的研究更偏重于自然的智能,是以神经系统作为指导思想,通过神经网络的并行分布加工建立智能模型。它的目标是以类似于脑的神经元网络的系统建立认知活动的模型④。联结主义不是把认知解释成符号运算,而是看成网络的整体活动。网络是个动态的系统,它由类似于神经元的基本单元(units)或结点(nodes)所构成。单元相互联结在一起,联结是加权的联结(weighted connections),权值为正的是兴奋性联结,权值为负的是抑制性联结。每个单元都有不同的活性(activation),它既可以兴奋和抑制其他单元,也可以受到其他单元的兴奋和抑制。在联结主义看来,心理表征就在于网络体现的整体状态与对象世界的特征相一致,这被称之为分布表征理论(Distributed representational theory)⑤。网络的信息加工不同于符号的串行加工,而是网络的并行加工,这被称之为并行分布加工(parallel distributed processing),或简称为 PDP。

在认知主义和联结主义的学术争议中,有的研究者采取了一种折中主义的立场。他们认为,认知主义的符号模型和联结主义的网络模型是可以互补的,它们各适用于解释和说明认知活动的不同方面。两种研究定向都可以加强认知科学,极端的认知主义和联结主义都是不可取的。

---

① Hindon,G. E. & Anderson, J. A. (Ed), (1981), *Parallel Models of Associative Memory*. Hillsdale,NJ: Lawrence Erlbaum.

② Rumelhert,D. E. ,Mcclelland, J, L. & the PDP Research Group,(1986). *Parallel Distributed Processing*, Cambridge, MA;MIT Press.

③ 葛鲁嘉,"认知心理学研究范式的演变",国外社会科学,1995 年第 10 期。

④ Bechtel, W. & Abrahamsen, A. , (1991). *Connectionism and the Mind*. Cambridge, MA; Basil Blackwell Inc.

⑤ Fodor, J. A. & Pylyshyn, Z. W. , (1988). Connectionism and Cognitive architecture. *Cognition*,28(3).

在研究方法上，认知心理学家认为，在把人看成计算机式的信息加工器的前提下，需要用较为抽象的分析原则研究人的认知过程，而不能企图靠了解人的行动赖以发生的生理机制去达到目的。因此在具体研究中采用实验、观察（包括自我观察）和计算机模拟等方法，其中以反应时和作业成绩为指标的实验特别受到重视，利用被试的出声思考的观察法也得到发展。一般说来，当涉及快速的信息加工过程时，多利用以反应时为指标的实验，而涉及较慢的信息加工过程时，则可应用出声思考形式的观察法。计算机模拟既可运用于快速的，又可运用于慢速的信息加工过程的研究。不管应用哪一种方法，认知心理学都强调将条件与结果加以对照，即将输入和输出联系起来进行推理，以发现某一心理现象的内部机制[①]。

（三）认知心理学的信息加工过程

心理学家们看到，信息论为心理学研究提供了有用的概念和方法。人可以被视为一个通信通道（Communication channel），即把人看成接受信息并加工信息的信息传递装置。人能同时传递的信息量（通道容量 channel capacity）是有限的，但能通过信息编码[②]（Coding）以克服通道容量的局限。人类具有对信息进行系列加工（Serial processing）和平行加工（Parallel Processing）的能力。所有这些都构成了现代认知心理学中说明人的行为和内部心理过程的重要理论。

认知心理学中的信息加工是指变换信息的表征形式及其阶段变换[③]。

---

① 沈政、林庶芝，《认知神经科学导论》，北京教育出版社，1995 年版。

② 认知心理学采用了代码、编码、解码等信息论的概念。例如用“编码”这个概念去说明人的内部心理过程，把体验编码成语言的形式而表达出来，把体验编码成能让脑保存起来的某种记忆形式，把学习材料编码成组块以扩大信息保持量等等。首先把信息论概念引进心理学的是哈佛大学的 Miller, G. A. 随后，心理学家 F·阿特尼夫也看到了信息论对心理学的意义，他在 1954 年就发表了“视知觉的某些信息方向”的论文，1959 年撰写了一本题为《信息论在心理学中的应用》的小书。信息论的思想对于认知心理学的产生是起了重要作用的。信息论的一些概念在今天认知心理学中仍是基本概念。

③ 信息是指个体从环境刺激中或从决策与选择中得到的表征。一类信息源于外部环境的变化，环境的数据或资料增减会通过主体感官引起个体感知信息的变化，据此，信息可分为视觉信息、听觉信息、体觉信息、空间信息和时间信息等；另一类信息来源于个体的长期经验所积累的知识储存，这些知识作为信息在存储或提取过程中有不同的表征形式，分别为描述性知识和程序性知识，前者可通过口头语言或书面语言加以描述，后者难以描述，可在个体操作过程中表征出来。

个体内的信息不断进行着编码和解码的加工过程，这一程序从简到繁，低层次的感知信息可以流向高层次的知识表征或导致运动或动作意向的决策信息，高层次信息包含着低层次信息，例如记忆信息的过程分为信息的获得、保持和提取等不同的子过程①。信息流的动力学原则表现为信息加工的阶段性，每一阶段都花费一定的时间，这一特性是心理时序测量的重要基础。Sanders(1983)②将认知信息流动力过程分为七个阶段：

(1) 预处理阶段，对刺激强度进行加工；

(2) 特征分析阶段，对刺激性质进行分析；

(3) 识别阶段，进行旋转加工，把各物体转换为标准位置；

(4) 反应选择阶段，对刺激与反应间的兼容性进行处理；

(5) 运动编程阶段，对运动和反应速度加以解释；

(6) 程序运行阶段，调节运动与反应的精确度；

(7) 运动和反应调节阶段，对运动和反应的持续时间加以调节。

认知心理学对如何分析信息加工过程已创造了许多方法学原则，主要有斯腾伯格(Sternberg,S.)的加法法则(Additive Factor Method)③和唐得(Donders)的减法法则(subtraction method)④，还有后掩盖法，这些方法的出发点是某些拟研究的心理机制与引起该活动的刺激及反应间的时间阶段性有关.

1. 自上而下加工和自下而上加工。认知心理学强调过去经验和现实刺激都是产生知觉所必需的，因此它认为知觉过程包括相应联系的两种加工：自下而上(Bottom-Up)加工和自上而下(Top-Down)加工。

自下而上加工指由外部刺激开始的加工，先对较小的知觉单元

---

① Miller, G. A. (1956), The Magical Number Seven, plus or minus two: Some Limits on Our Capacity for Processing Information, Psychological Review, 63, pp. 81—97.

② Sanders, A. F. (1983). Towards a model of stress in human performance. *Acta Psychologica*, 53, pp. 61—97.

③ Sternberg, S. (1969a). The discovery of processing stages: extensions of Donders' method. *Acta Psychologica*, 30, pp. 276—315. (1969b). Memory scanning: mental processes revealed by reaction-time experiments. *American Scientist*, 57, pp. 421—457.

④ Donders, F. C. (1969). On the speed of mental processes. *Acta Psychologica*, 30, pp. 412—431.

进行分析，然后再转向较大的知觉单元，经过一系列连续阶段的加工而达到对感觉刺激的解释。例如，看一个英语单词时，视觉系统先确认构成诸字母的各个特征如垂直线、水平线、斜线等，然后将这些特征加以结合来确认一些字母，字母结合起来形成单词。由于信息流程是从较低水平的加工到较高水平的加工，故称此为自下而上加工，又称为数据驱动加工。

与此相反，自上而下加工是由有关知觉对象的一般知识开始的加工，由此可形成期望和对知觉对象的假设，这种期望和假设制约着加工的所有阶段和水平，从调整特征觉察器直到引导对细节的注意等，这种加工常表现为一般知识引导知觉加工，较高水平的加工制约较低水平的加工，故称为自上而下的加工，又称为概念驱动加工。

自下而上加工和自上而下加工是两种不同的加工，没有刺激的作用，自上而下加工只能产生幻觉，失去了自上而下的加工，那么自下而上的加工负担的工作太重，难于应付一些刺激所具有的双关性质或不确定性，因此，两者结合才能形成完整统一的知觉过程。

2. 串行加工与并行加工。认知主体内信息的编码问题，与信息加工不同阶段上的单一刺激效应有关，现实生活中的外部刺激大都是复合刺激，如果认知主体在每一瞬时或每一阶段上只能处理一项刺激，则其信息加工方式是串行加工；相反，并行加工可在某一瞬间对许多项刺激进行同时性加工，这一问题随实验情景不同。研究表明，如被试的反应时不随刺激项目数增加而变长，则加工过程是并行的。而随着刺激项目增多，反应时变长的加工过程是串行的，反应时可随刺激项目数而增加，也可随被试运用的记忆集内的项目数而增加，因此反应时的增长除了用串行加工解释外，也可由并行加工过程搜索速率的降低而造成。

判断加工过程是串行的还是并行的问题，涉及许多相关现象. 典型情况下，串行和并行问题可由反应时参数进行判断，而在某些情况下，由于主体对认识信息的加工过程中既包括串行加工又包括并行加工，因此做出这种判断极其困难。

1.1.3.3 认知心理学研究新发展

认知心理学诞生40余年来,在探索和揭示人的认知活动的机制和规律方面已取得许多成果,并推动着整个心理学向前发展,进一步加深了心理学与其他科学的交叉和渗透。展望未来的20~30年里,认知心理学在探索和揭示人类智能活动的奥秘方面,将有重大的进展,从而为认知科学的发展和社会的智能化做出重要的贡献。当前认知心理学的整体发展趋势是,重视认知功能研究的整体论思想,追求研究的生态学效度①。其重要研究方向包括:

(1) 应用计算机模型探索和模拟人类基本心理过程,构建人类认知活动模型;

(2) 在神经科学发展的推动下,研究认知与脑、意识与无意识、认知过程的发生与发展、遗传与环境诸因素在人类认知过程中的作用;

(3) 探讨人类认知过程与其他心理过程和心理现象的关系,如注意、情绪、人格等因素在认知活动中的作用;

(4) 探讨人类在认知活动的基础上、在对环境的自适应过程中,信息自动化加工系统的形成和作用机制;

(5) 认知心理学研究的突破也将对计算机技术、模式识别、人工智能等高科技领域产生重大影响②。

1.1.3.4 认知心理学研究在行为经济学中的应用

(一) 决策过程的认知心理学理解

在认知心理学中,人被普遍看作一个系统,他以一种明智的和理性的方式对获得的信息进行编码和破译。但也假定其他不明智的因素以一种系统的方式控制着人类的行为。Kahneman, D. 和 Tversky, A.③从认知心理学的观点出发,提出一个决策过程应该分为两个阶段:编辑和评价。首

① Cummins, R., Cummins, D. D., *Minds, Brains and Computers: The Foundations of Cognitive Science: An Anthology*. Blackwell Publishers Ltd, 2000.

② 中国科学院心理研究所战略发展研究小组,"心理学研究的发展趋势",中国科学院院刊,2001年第3期。

③ Kahneman, D., Tversky, A., (1973). On the Psychology of Prediction. *Psychological Review*, 80: pp. 237—251.

先,问题"被编辑",用以建立一个合适的参照点并为手头的决策服务。此时将这种选择的结果称为"编码",如果结果超过该参照点时为收益,反之为损失。紧接着,就是对编辑结果的评价。

1. 编辑(Editing)阶段的基本内容。

(1) 编辑:要找到一个适当的参照点,通常以现状作为参照点,它可根据决策者的意图及所提供的最初信息而定。

(2) 组合:将相同的后果组合,其状态概率相加,使前景(Prospect)简单化。

(3) 分解:将前景中的肯定后果部分分离出来。

(4) 删减:前景中一些共同组成的部分可以删减出去。

2. 评价(Evaluation)阶段:此阶段是对已被编辑过的诸前景进行评价,在前景理论中决策按期望价值函数去选择方案,主要包括以下内容。

(1) 决策权重。它是主观概率的函数,反映主观概率对前景价值的影响,它并非概率,不服从概率的运算规则,是一种特殊的权重,具有如下性质:

① 决策者对小概率的估计偏高,而对较大概率估计偏低。

② 亚正确性。

(2) 价值函数:它反映后果(前景)的主观感受值,参照点的价值取零。价值函数是用来度量前景相对于参照点偏差的价值,以代替直接后果或传统的效用值。

(二) 启发式思考(Heuristics)

直到1980年代,信息加工认知心理学一直把自然认知作为研究的主要对象。这是因为自然认知涉及的多是一些逻辑性强、思路清晰的良性结构的问题,即计算机最善于处理的问题。但是,1980年代以后,有些认知心理学家把社会认知问题也纳入了信息加工认知心理学的研究范围。在过去几十年,社会心理学家一直把概率理论及其他一些统计模式作为标准对于人的社会认知结果进行评价。随着社会认知研究的深入,社会心理学家越来越多地发现,人的社会认知并不符合这些模式,人在社会认知的过程中并不是完全地、精确地运用所获得的信息,从而导致社会认

知、社会判断中出现大量偏差[①]。

认知心理学研究指出，人们在社会认知的过程中，面临的信息往往是不确定的、不完全的、复杂的，在对它们进行加工的过程中，达到最优化的合理性是困难的。人的认知资源是有限的，人在社会认知的过程中常常偏爱策略性捷径，而不是采用精细的统计学的分析，以尽量节省时间和加工资源[②]。

Kahneman，D. 和 Tversky，A. 的早期研究就是关于在不确定条件下的人为判断和决策方面的发现。他们通过实验展示了人的决策是如何异于标准经济理论预测的结果。这些从认知心理学得出的关于心理过程的深刻见解，有助于更好地理解了人们制定经济决策的行为。

Kahneman，D. 和 Tversky，A. 认为，一般情况下人们常常不能充分地分析涉及经济和概率的情境。在这样的情境下，人类的判断依赖于某种捷径或具有启发性的因素，这样有时候会造成系统性的偏差。Kahneman 和 Tversky[③]（1972）报告了这样一个实验，提供给被试一些关于一个人的描述：他对于政治和社会问题没有任何兴趣，而花费大量的时间于他的许多嗜好，包括家庭木器、航海、数学难题。告诉被试这个人来自于一个包括工程师和律师的样本，让被试确定这个人的职业。结果发现，虽然被试得到的这个人是工程师的概率不同，在 30% 至 70% 之间，但被试大都认为这个人是工程师。这表明，被试的判断依赖于价值较少的个性方面的信息，却忽略了更具价值的概率信息，与判断的统计模式不一致。

（三）易得性（availability）

认知心理学中的一个普遍结论是，与不熟悉信息相比，较熟悉的信息更容易被人从记忆中找到并视为真实的或更容易与其他事件联系起来。因此，熟知性和易得性（familiarity and availability）可能成为人们探求准确

① Akerlof, G. A. and Yellen, J.,（1985）, Can Small Deviations from Rationality Make Significant Differences to Economic Equilibrilia? *American Economic Review*, September.

② Simon, H. A., Kaplan, C. A.,（1989）. Foundations of cognitive science. In M. I. Posner（ed）, *Foundations of Cognitive Science*, Cambridge, Mass: MIT Press.

③ Kahneman, D. & Tversky, A.,（1972）, Subjective Probability: A Judgement of Representative, *Cognitive Psychology*, 3, pp. 430—454.

性和相关性的线索[①]。所以不管某信息的准确性如何，只要它在媒体中被反复播放，它将更易被利用并被错误地当作更准确信息。

在决策中，这一点表现为决策的易得性（availability），即人们是通过很容易想起的事例来判断概率，结果造成较高的权重被分配给显著的或容易记住的信息。因此，如果与某个被袭击者交往过的话，即使人们知道很多相关的总体统计数字，他们仍会夸大一个城市暴力犯罪的概率。再如大部分人认为交通事故造成的死亡人数高于糖尿病的死亡人数，但实际上后者造成的死亡人数高于前者。造成如此认识的原因就在于交通事故经常得到报道，而后者却没有。

（四）认知不协调（Cognitive Dissonance）

认知不协调理论最早由 Leon Festinger 于 1957 年[②]提出，它描述的是人们的各种认知之间的关系。认知就是从外界获取的知识（相当于经济学中的主观概率），认知不协调是指当一个人同时持有在心理上不一致认知（思想、态度、信念、意见）时所产生的一种紧张状态。人有保持认知一致性的倾向，当两个认知的内容矛盾的时候，人会产生心理上的紧张感，进而努力减少这种不适的感觉。认知不协调心理对人类决策行为有着重要的影响。一旦人们做出了某种决策，在某些事情上投入了努力，即使最初的决策、信念、选择是非最优的，人们也不会轻易放弃。在这种意义上，认知不协调可能会加剧人类的非理性程度。

认知不协调理论说明人们对如何感知外界的状态同样是有偏好的：当改变自己的行动需要一定的成本的时候，人们倾向于选择自己所偏好的认知状态来最大化自己的利益。这一点得到了认知心理学实验和观察的支持。比如，人们愿意相信他们自己已经做出的决定是正确的。一个例子是：在赛马场赌马的人中，刚刚离开下注窗口的

---

① Kahneman, D. & Tversky, A., (1974), Judgement Under Uncertainty - Heuristics and Biases, *Science*, 185(3). Tversky, A. & Kahneman, D., (1975), Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability, *Cognitive Psychology*, 5, pp. 207—232.

② Festinger, L., (1989), Extending Psychological Frontier: Selected Works of Leon Festinger, Rusell Sage Foundation Press.

人(已经确定自己要赌的马)对"他们的马"愿意赔上更高的胜率,远远高于还在等候下注的人的所判断的胜率[①]。又如在股票市场中,购买了股票的人"宁愿"相信他的股票能够获利。这种信念会影响他做出正确的判断,当自己的股票价格开始下降的时候,人们往往比股票价格开始上涨的时候更倾向于观望而不是立即行动,他在某种程度上相信自己的股票"最终"能够获利[②]。

1.1.3.5 信息的显著性(Representative)

现代认知心理学的一个重要发现是:在面对不确定环境下的决策问题时,人们通常把显著的、生动的、具体的信息看得过于重要,而常常忽视枯燥的,抽象的、不显著的信息。以下几个例子可以说明这种心理特征。

Richard Nisbett 和 Lee Ross 描述了这样一个思维实验,这被认为是认知心理的"基准"实验[③]。

假设你正准备买一辆轿车,需要在 Volvo 和 Saab 之间做出选择。作为一个成熟的消费者,你到咨询公司去获得关于这两种汽车的详细资料,资料表明 Volvo 从总体上来说性能更加优越,更容易修理,也更省油。你几乎已经决定要买 Volvo 了,直到你参加了星期六在朋友家的一个鸡尾酒会,在那里,你的一个朋友告诉你:"Volvo? 你不是在开玩笑吧,我的兄弟买过一辆 Volvo,刚开始那辆油老虎就让他头疼不已,后来车的发动机又开始不断出毛病,最后他不得不把他当废品卖掉……"

这个后来的信息并不能改变在详细资料上的关于两种汽车的总体情况的数据,但是 Nisbett 和 Ross 认为,在人们听到这样的信息的时候,不会再心安理得地买 Volvo,甚至很多人会改变选择。

Nisbett 的实验验证了以上观点。在这个实验中,告诉密歇根大学的希望选择心理学为专业的新生需要对这个学科做出自己的评价。实际上

---

① Akerlof, G. A. and Dickens, W. T., (1982), The Economic Consequences of Cognitive Dissonance, *American Economic Review*, June.

② Shiller, R. J., (1998), Human Behavior and the Financial System, NBER Working Paper. 6375.

③ Lee, R. and Nisbett, R. E., (1991), *The Person and the Institution: Perspective of Social Psychology*, Temple University Press.

在评价之前这些学生被分为两组：一组学生（控制组）仅仅拥有关于这个学科的一般的书面介绍；而另一组则参加一个本科高年级的研讨会，内容也是心理学科的概况，这个研讨会上对学科的平均评价基本上和书面评价一样。但是在两组学生中出现了不同的状况：相对于控制组，后一组学生明显的对心理学给出了更高的评价。为了排除学生们评价的随意性，实验者对后来真正选择心理学为专业的学生作了进一步的统计，发现结果是一致的[①]。

这种显著性启发揭示了行为人忽视基础概率并夸大事件表象和实质之间关系的认知趋势。特沃斯基和卡尼曼在若干设计精妙的实验中也例证了这种显著性启发的功能。被实验者被要求根据给定的描述将人们分类，被实验者被告知一些关于一个女出纳员好像是一个女权主义者的代表性特征，被实验者根据这些特征判断该女性是：

A. 女银行出纳员；

B. 活跃的从事女权运动的女银行出纳员。

90%的被实验者选择了B。但他们忽视了女银行出纳员比从事女权运动的女银行出纳员多的事实，仅根据被告知的模糊信息进行了错误的选择。

以此为基础，由于行为人所处的时期中所存在的不确定信息是“显著”的信息，也就是说他可以具体地感受到这种信息的方方面面，从面给予这种信息充分的重视；然而未来时期的不确定信息对于行为人而言只是“不显著”信息——只是以概率的形式出现，所以行为人会在某种程度上忽视这种信息。这会造成行为人轻视自己当期选择所造成的未来成本，从而影响其行为和总体的福利，如同上例中的行为人做出不购买 Volvo 的选择。

1.1.4　经济学决策和心理学决策

经济学家通常认为市场行为主要受物质激励驱动，经济决策主要受

① Lee, R. and Nisbett, R. E., (1991), *The Person and the Institution: Perspective of Social Psychology*, Temple University Press.

自利和理性控制。在此背景下，理性意味着决策者以一种逻辑上一致的系统方式使用所能够获得的信息，借此在各被选方案之间和在所要达到的目标下做出最优选择。同时，理性还意味着，决策是以一种具有远见的方式，在充分考虑了当前决策的各种未来结果之后做出的。换句话说，所谓的外生激励被认为决定经济行为。

在心理学特别是认知心理学中，人一般被看作是一个系统，以一种有意识的和理性的方式诠释自己所获得的信息。但是，其他并非十分有意识的因素也被认为系统地左右着人的行为。这种观点——内生激励也决定人的行为——已经渗透到经济理论之中。

经济学家传统上一直认为，决策者在各种被选对象间的偏好是固定的和给定的。决策者对自然状态和其行为的后果形成概率认定或期望，并根据统计学原理处理他所拥有的信息。更准确地说，标准经济理论依赖由 Von Heumann 和 Morgenstern（1944）率先提出、并由 Savage（1953）加以发展的期望效用最大化原理。这种理论认为，对于决策者，存在着实值函数 u，它定义在结果 $x_1, x_2, \cdots, x_I$ 的构成集合 X 上。如果行为 a 导致结果 $x_i (i = 1, \cdots, I)$ 发生的概率为 p_i，行为 b 所导致的事件发生概率为 q_i，那么，当且仅当在行为 a 下该“效用函数”u 的统计期望值大于行动 b 下的统计期望值时，在行为 a 和 b 之间，决策者（严格）偏好 a。也就是说，选择 a 而不选择 b 的标准为：

$$\sum_i p_i u(x_i) > \sum_i q_i u(x_i) \tag{1}$$

上式说明在既定的市场环境下，市场环境决定决策者的选择集——认知过程被简化为预期的形成和最大化问题。因此，在这种理论中，决策者准确地给有关的随机事件赋予概率并选择使其最终效用期望值最大化的行为。

与经济学不同，认知心理学分析的是互动过程。在互动过程中，有多个因素可能显著影响决策。这些因素包括认知——它有自己的规律或思维模式在情况发生时对情况的理解。内在激励，如情绪——决策者的心理状态和态度——与环境中某一现象相联系的稳定的心理趋势也可能影响决策。而且，对以前的决策的记忆和这些决策的结果发挥着重要的认知功能，对当前的决策有着重要影响。根据这种理论，人的行为被认为是

局部受制于具体的环境。一般情况下，人的行为具有适应性，决定于环境和变化着的认知条件。

心理学和传统经济学之间的这些差异还反映在研究方法上。经济学实验常常强调环境的普遍性，由货币激励和重复尝试构成；心理学家试图抓住内在激励和在具体的决策环境中起作用的思维过程，此点被称为决策问题的构架。

Kahnaman 等人通过调查和实验搜集到了大量的行为证据，对经济理性假设——至少是复杂环境中的经济理性假设提出了疑问。大量的研究发现了与传统理性经济行为模型的显著偏离。例如，现实世界的决策者并不始终根据概率法则评估不确定的未来结果，并且有时候他们的决策明显违反了上述的期望效用最大化原理。由此发端建立了行为经济学。

1.2　行为经济学的发展轨迹

多年来，经济学和心理学的著名学者对主流经济学的上述原则从心理学上来说是如何不现实的提出了持续而严谨的批评，并提出了一些他们认为有助于经济分析的假定。这种对于更趋向心理现实的热情现在已经瓜熟蒂落——通常被称为“行为经济学”。这些将人类特性更现实的概念结合进经济学的努力在 1990 年代得到了很大的发展。

1.2.1　早期行为经济学

（一）最初的发展

行为经济学是在恶劣的环境下发展起来，其发展是由一些看似偶然的因素促成的。其中一个主要因素是“贴现效用模型”（discounted utility model）和“期望效用理论”（expected utility theory）受到广泛认同。在 20 世纪中期，一方面“期望效用理论”（expected utility theory）和“贴现效用模型”（discounted utility model）分别作为在“不确定条件”以及“跨时期选择”条件下计算效用值的工具，已经被众多的主流经济学家所接受；另一方面，一般意义上的效用概念非常宽泛，而“期望效用理论”和“贴现效

用模型"建筑在众多精确的假设之上,这就使之很容易成为了行为经济学家所攻击的对象。在这一论战中,有的论文是针对"期望效用理论"的反常规推论而写的,比如:"风险、不确定性与原始的公理"①和"财富的效用"②等;另一部分对"贴现效用模型"指数形式的贴现函数提出异议,如"动态效用最大化中的近视行为和不连续性"③。这些论文都对后来行为经济学发展产生了深刻的影响。到20世纪后期,Kahneman 和 Tversky 的"预期理论:一种风险决策分析方法"④和 Thaler 的"动态非一致性的实验证据"⑤等论文,不仅对"期望效用理论"和"贴现效用模型"提出了相似的异议,还设计了有说服力的实验,从而使新的理论在一定条件下易于被重复。标志着行为经济学的创立。

另一个促成行为经济学发展的因素是认知心理学的发展。过去心理学家曾认为"大脑"是一个"刺激-反馈"的机器。而从1960年代开始,旧的比喻被渐渐遗弃,将大脑比作一个"信息处理器"(information-processing device)的理论主导了认知心理学。"信息处理器"的比喻又引出了诸如"问题解决"(problem solving)、"决策过程"(decision making)等新的研究课题。这些新的心理学方面的研究,与新古典经济学中"效用最大化"的概念相关性颇大。随后有一大批的心理学家如:Ward Edwards、Duncan Luce、Amos Tversky 和 Daniel Kahneman 等,投身于经济学模型和心理学模型的对照研究。其中影响最大的无疑是 Tversky 和 Kahneman 的"预期理论:一种风险决策分析方法"

---

① Ellsberg, D. (1961). "Risk, ambiguity, and the savage axioms" *Quarterly Journal of Economics*, 75 pp. 643—669.

② Markowitz, H. (1952). "The utility of wealth" *Journal of Political Economy* 60, pp. 151—158.

③ Stroz, R. H., (1955). "Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization" *Review of Economic Studies*, 23, pp. 165—180

④ Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). "Prospect Theory: An analysis of decision under risk" *Econometrica*, 47, pp. 263—291.

⑤ Thaler, R. (1981) "Some empirical evidence on dynamic inconsistency" *Economics Letters*, 8, pp. 201—207.

和“不确定条件下的判断:启发式偏向”[①]两篇文章,Kahneman 正是由于这两篇文章而获得了 2002 年度诺贝尔经济学奖的殊荣。Tversky 由于过早地离开人世,而没能分享这份荣誉。

继这两篇文章之后,行为经济学发展的另一里程碑是 1986 年在美国芝加哥大学举办的一次学术论坛,很多行为经济学领域的优秀论文在此论坛上发表。十年后(1997 年),一本以收录行为经济学论文为主的杂志《经济学季刊》(《Quarterly Journal of Economics》)诞生[②]。值得一提的是,尽管 Tversky 和 Kahneman 被人们认为是行为经济学研究领域的开创者,但他们两位都只承认自己完全是心理学家,而非经济学家(Kahneman 在得诺贝尔奖后接受《纽约时报》记者采访时说:我们的文章曾经一直不受经济学家的重视,但这不要紧,因为我们的主要听众是心理学家)。真正将 Tversky 和 Kahneman 的行为学研究和金融学、经济学很好地结合起来的是芝加哥商学院的金融学教授 Richard Thaler。他早期的两篇论文“推进一个消费者选择的新理论”[③]和“股市是否反应过度?”[④]备受学术界推崇。“Richard Thaler, who started behavioral economics.” Kahneman 教授如是说。

纵观行为经济学的发展史,我们可以得出这样一个结论:行为经济学是经济学和心理学联姻的产物,这两门学科都有其各自的发展历史,200 多年来分分合合,在 20 世纪下半叶终于互相撞击出了火花。所以说行为经济学并不是经济学的一个独立的分支,它是一种思想——一种因引入心理学,而引导经济学研究更贴近于现实世界的一种思想。

如同任何一种新思想诞生时总会受到冲击一样,行为经济学的发展也可谓道路崎岖。尽管行为经济学研究如今已呈现出一派欣欣向荣的景

---

① Tversky, A. & Kahneman, D. (1974). “Judgment under uncertainty: Heuristics and biases.” *Science*, 185 (4157), pp. 1124—1131.

② Colin F. Camerer, George Loewenstein “Behavioral economics: Past, Present, Future”. Draft.

③ Thaler, R. (1980) “Toward a positive theory of consumer choice”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, pp. 39—60.

④ De Bont, W. and R. Thaler (1985) “Does the Stock Market Overreact?” *Journal of Finance*, *July* 1985, pp. 793—805.

象。但仍有不少传统经济学家宣称,这种景象只是一时的赶潮流而已。事实上,在行为经济学家忙于研究的同时,反对者则认为行为经济学并没有太大价值,而且大家对这一学术领域的热情迟早会消逝。当然关于行为经济学是否会成为昙花一现的理论争论,只有假以时日才能得到最终的答案。但是就行为经济学发展的内在逻辑而言,这场运动似乎不会如传统经济学家所预料的那样短命。因为对于经济学研究来说,在其他条件相同的情况下,理论所提出的假设越贴近现实越好。因此经济学家应该尽可能地寻求贴近现实的人类行为假设。经济学家不应该将心理学和其他领域的研究结果拒之于千里之外,因为很多行为因素导致的经济结果和传统经济学假设并不一致。所以行为经济学家有充分的信心认为,行为经济学将长期影响着经济学的发展方向。而且事实也证明,行为经济学的发展已迈入一个新的时期。

正是由于诸多前辈的孜孜探求,将行为因素纳入经济学分析框架的努力已初见成效。在过去的 10 年中,尽管反对声不绝于耳,但行为经济学还是得到了很大的发展。尤其是在美国最顶尖的经济学院中,近年来纷纷将教师招聘、终身教授授予的对象向行为经济学领域的学者倾斜,学术会议的论题也对行为经济学越来越关注,这一切都说明行为经济学正在被主流经济学所接受。

(二) 第二波行为经济学

最近的研究已经开始进入被所称为"第二波行为经济学"的阶段。这一研究动向已经超出了指出当前经济学的假定的问题,甚至也超出了指出可能的替代方案,而是已经以经济学家所惯有的敏感性和他们所熟悉的几乎同样的方法系统、正式地探索这些替代方案。

第二次学术浪潮与开创者的研究,在研究内容和研究环境上都有质的不同。

从研究的内容上看,行为经济学第一阶段的发展主要关注于指出传统经济学假设的不足。而正在进行中的行为经济学发展的第二次浪潮,不仅仅局限于对传统假设的挑战,还进一步运用传统经济学的分析工具,将修正后的假设融入经济模型,使行为经济学从一颗"假设"的种子,渐渐冒出"变量"、"模型"的枝丫。新的一批行为经

济学家已经将行为经济学慢慢渗入到日常的经济研究领域中。如果说前一阶段，还有较多的心理学家介入行为经济领域而受到传统经济学家的指责，那么在第二阶段的发展过程中，经济学家肩负了不可推卸的责任。比如 David Laibson 教授运用经济学分析工具讨论宏观经济问题的时候，加入了一些心理变量；Ernst Fehr 在分析劳动力市场经济学核心问题的时候，将“人们不是 100% 自私”的假设融入经济学模型；Matthew Rabin 教授运用微观经济学标准的分析工具，去探索融入行为学假设的理论所带来的理论和应用的延伸。我们可以看到，在这些研究之前 Kahneman、Thaler 等学者更关注于对传统经济学假设本身的批判，而这些出现在行为经济学第二次浪潮中的研究，已经更倾向于行为学和传统经济学两者在建模、应用等领域的合作。也就是说行为经济学研究的第二次浪潮，沿用了传统经济学的分析工具，努力增强经济学对现实经济活动的解释力和预测力。在构筑行为经济学模型的过程中，行为经济学家进一步证明，传统经济学模型中很多典型的假设（如 100% 自私、100% 理性、100% 自我约束以及其他很多附加的假设）并不为现实的经济现象所支持。

从研究环境上看，在美国一些顶尖的经济学系中，教授们为研究生专门开设行为经济学的课程，博士生在行为经济学领域中寻找毕业论文的选题。随着越来越多的学者投入到这一领域，一个良好的学术环境被营造起来了。行为经济学家的听众不再局限于心理学家和社会学家。

值得指出的是，行为经济学研究不仅建立在承认主流经济学研究方法的前提上，同样也建立在接受主流经济学的大多数假定的前提上。它并未摒弃新古典经济学的正确观点，而是用从更现实的新假设中得到的观点来补充这些观点。

整体说来，第二波的研究继续使用了主流经济学方法，但是它表明用标准经济方法研究标准的经济问题并不仅仅基于特定的前提，如完全的自利、绝对的理性、完全的自我控制以及其他许多主要用于经济模型但并未得到行为证据支持的辅助假设。如 David Laibson 用主流的研究工具研究主流的宏观问题，但是他加上了一个心理激励参数。Ernst Fehr 研究劳动经济学中重要的核心问题，但是他并没有把完全的自利作为前提假

设。像 Matthew Rabin 一样的理论学者在研究这些替代假设的含义时主要是使用微观经济学的标准研究工具①。

当前,行为经济学已经逐渐巧妙地将自己融入日常的经济学研究中。像宏观经济学领域的 David Laibson 和劳动经济学领域的 Ernst Fehr 都已经确立了他们在主流经济学中的地位。在美国一流的经济系中,已经在向研究生开设行为经济学领域的课程,而且这些系里的研究生的论文研究也已经涉入这一领域。

尽管仍然有争议,但行为经济学已经接近"进入主流",特别在美国的一流院系中更是如此。近来对行为经济学研究人员的聘用、终身教职的授予和召开会议的数目都反映了它越来越多地被人们所接受。EEA 主席 Jean Tirole 为 2001 年会议所选择的三个主题演讲以及 AEA 将 2001 年的 John Bates Clark Medal 授予专门研究行为经济学的马修·拉宾(Matthew Rabin)事实都表明了将心理学融入经济学已经被这一领域的权威人士所接受,并认为这是一极有前景的发展。

1.3 行为经济学概述

1.3.1 行为经济学基本概念

行为经济学将心理学——主要是"行为决策"(Behavioral Decision)领域的研究引入传统经济学分析框架,必然会引入一些传统经济学所没有的概念。"行为决策"的研究对象一般分为"判断"(judgment)和"选择"(choice)两大类。因此要寻找行为经济学研究的切入点,对这两个来自于心理学的概念及其相关的研究文献作一个回顾,是非常有必要的。

"判断"在行为学研究中的含义是,人们在估计某一事物发生概率的时候,整个决策过程是如何进行的。行为学研究中"选择"的含义是,人

① Uchitelle, L., Some *Economists Call Behavior A Key*, New York Times, Business, Feb 11th, 2001.

们在面对多个可选事物的情况下，是如何做挑选的[①]。关于“判断”和“决策”的行为学研究成果，可以用来解释很多人们在投资、消费领域的实际行为，成为了行为经济学中很重要的理论要素。

（一）判断

判断某件事物的发生概率，在经济生活中是非常重要的。比如在经济疲软的情况下，投资房产有多大可能赢利？在舆论反对的情况下，美国有多大可能性对伊拉克开战？受战争影响，世界石油价格是否会突破30美元/桶？中国股市继续下跌的可能性有多大？等等。人们在思考并对这些问题做出回答的时候，少不了有一个对该事物发生概率做出判断的过程。

标准的经济学理论在涉及概率判断的时候，通常会用到数据随机抽样的概念。在获得了新的概率信息，需要更新原来的判断时，“贝叶斯（Bayes）定理”是经常被用到的数学工具。贝叶斯规则又称贝叶斯过程，它原是统计学概念，即人们根据新的信息从先验概率（prior probability）得到后验概率（posterior probability）的方法。贝叶斯规则对于决策理论十分重要，因为它假定了个体理性在不确定条件下的动态特征，即持续调整与学习过程。但贝叶斯定理有一些与人们作判断的真实过程不相符合的假设。首先贝叶斯定理要求有一个先验概率，并认为在决策过程中，人们会毫无偏见地运用这个先验概率。但事实上人们的认知机制在决策时，常常会受到其他因素的干扰，忽略了先验概率的存在，从而产生认知偏向[②]。

另外贝叶斯定理还假设，信息的先后顺序对于概率判断是没有影响的。但事实上，顺序效应会对人们的记忆产生影响。研究表明在一串信息中，人们容易记住在首尾位置的信息（recency effects & primacy effects），而忽略中间部分。这一类顺序效应表明，信息以什么样的顺序

① Colin F. Camerer, George Loewenstein (10/25/02) *Behavioral Economics: Past, Present, Future* (book draft).

② 参见本论文第二章和 Tversky, A. and Kahneman, D. (1974); “Judgment under uncertainty: heuristic and biases” *Science* 185(4157), pp. 1124—1131.

发布,也会导致人们在判断事物发生概率时,产生认知偏向①。

这些由于受心理因素影响而产生的,与事实有偏差的判断行为,并不是一种随机性的误差,而是存在着系统误差!也就是说在不断的重复实验中,人们总是会低估(或总是高估)某一事物发生的概率,这成为了人是"有限理性"这一假设的最好论据。

通过分析这些系统误差产生的原因,我们可以了解到,认知机制是如何对人们的判断产生影响的。显然心理学家对认知机制更感兴趣,不过Kahneman和Tversky指出:判断的偏差,不仅为我们提供了研究认知行为的一种方法,这种方法本身还为经济学等领域的应用研究,提供了很多的信息②。后者将是行为经济学家所关注的领域。在论文的第三章"行为经济学的延伸"中,我们将提到更多由认知偏差造成的,人们的判断背离理性假设的经济和金融现象,以及由此对个人、政府决策所带来的启示。

(二)选择

传统的"偏好理论"(preference theory)在解释人们的选择行为时,假设人们的偏好与参照系不相关,例如个人选择不受已有财产多寡的影响。该理论还假设,只要被选项实质内容不变,理性人不会因为选项的表面描述改变面改变选择偏好。但许多研究表明,人们的很多选择行为,都与这些假设不符。

"预期理论"是对上述假设最好的反驳,即人们的选择行为受参考点影响。著名的"Asian disease"的例子也说明,语言的描述能够改变人们的选择偏好。"Asian disease"实验设计如下:

假设有一种疾病正威胁着600个市民的生命,作为政府决策者,只有A和B两种方案可以选择,

第一组实验者得到如下的选择:(积极的描述)

① 参见 Hogarth, R. M., Einhorn, H. J. (1992) "Order effects in belief updating: The belief-adjustment model" *Cognitive Psychology*, 24(1), pp. 1—55.

② Kahneman, D. & Tversky, A. (1982). "On the study of statistical intuitions" In Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge: Cambridge University Press. p. 494.

(I) A 肯定可以救 200 人的生命　B 有 1/3 的可能救 600 人,2/3 的可能一个人也救不了

第二组实验者得到如下的选择:(消极的描述)

(II) A 肯定有 400 人一定会死去　B 有 2/3 的可能有 600 人死亡,1/3 的可能没有人会死亡

实验结果发现,尽管 I 和 II 两组方案没有实质的区别,只是描述不同而已,但是第一组实验者倾向于选择 A 方案,而第二组实验者倾向于选择 B 方案①。

还有不少关于"偏好反转"(preference reversal)的研究显示,人们在选择时会受到很多与选择本身不相关的"诱因"的影响。著名的例子有,在"共同判断"(separate evaluation)和"分别判断"(joint evaluation)两种情况下,有时人们会发生特定的偏好反转。也就是说当两样物品 A 和 B 分别单独评价时,人们会认为 B 价格应该比 A 高;但放在一起评价时,人们又会认为 A 的价格应该高于 B 的价格②。

诸多行为学研究表明,人的偏好并不像教科书中新古典经济学家所描述的那样,是一组可以事先确定的、无差异的曲线。人们的偏好常常受到很多因素的影响,且这些因素与被选对象本身并不相关,如问题的描述方法(消极描述与积极描述)、评价的不同形式(共同判断与分别判断)等等。行为经济学家将这些会发生偏好反转的、难以事先确定的选择过程,称作"构造偏好"(constructing preferences)③,并在此基础上对传统经济理论做出修正。

---

① Tversky, A. & Kahneman, D. (1981) "The framing of decisions and the psychology of choice" *Science* 211, pp. 453—458.

② 参见本书第二章和 Hsee, C. K. & Leclerc, F. (1998) "Will products look more attractive when evaluated jointly or when evaluated separately" *Journal of Consumer Research*, 25, pp. 175—186.

③ Slovic, Paul (1995) "The construction of preferences" *American Psychologist*, 50, pp. 364—371.

1.3.2 行为经济学的主要研究方法

行为经济学在创建伊始(19 世纪末),研究方法较为单一,主要通过实验设计来论证一些假设。而近些年来,行为经济学的研究方法逐渐多元化,已囊括了传统经济学家所运用的所有方法,诸如:实证数据的采集、分析;现场实验;计算机模拟以及对大脑思维进行跟踪等等。

实验设计之所以在行为经济学发展初期占据主导地位,是由于在分析经济问题时,通过实验设计能较好地将人的行为因素同其他因素区分开来。例如三位德国经济学家 Gueth、Schmittberger, 和 Schwarze 在 1982 年最早将著名的"最后通牒游戏"设计成实验,用来证明人们在追求私利的同时兼顾公平的原则①。"最后通牒游戏"的实验设计如下:

假定你和另一位不相识的人得到一笔钱(比如 100 美金),你被授权将这笔钱分出一部分给这位陌生人,留下的都归你自己所有(以上信息你们俩人都知道)。游戏规则是,如果你提出的方案被陌生人接受,则照此方案分钱;如果你的方案陌生人不接受,则你们俩人谁也得不到这笔钱;并且游戏只进行一次,游戏过程中两人不可作任何交流,不可讨价还价。请问你会给"陌生人"多少钱呢?

按照理性人假设,"你"会给他 1 美分,而自己留下 99.99 美元。因为如果陌生人是理性的,他不会不接受此方案,否则他将连 1 分钱也拿不到。但实验证明,游戏双方都经常一无所获。也就是说只要"陌生人"认为分配方案不公平,就会放弃所得,导致两败俱伤的结果。Camerer 在最近的研究中发现,哪怕将游戏总金额提高到 400 美金,只要陌生人分得的金额少于总金额的 20%,陌生人就有 50% 的可能不接受方案②。这些实验证明,人们做决策常常在"自私"与"公平"之间做出取舍,这一结果为

① 转引自 Camerer, C. F. & Thaler R. (1995) "Anomalies: dictators, ultimatums, and manners" *Journal of Economic Perspectives*, 9, pp. 209—219.

② Camerer, C. F. (2002) *Behavioral game theory: Experiments on strategic interaction* Princeton: Princeton University Press Draft.

经济学家在研究缺乏明确契约和完善的法令制度规范情况下，交易如何顺利达成给出启示。

如果为了说明同样的问题，不运用实验设计的方法，而到现实的经济生活中去寻找实证，问题会复杂得多。比如我们观察到一个合同谈判的失败，或者是工人拒绝复工等个案，我们很难将导致该问题的原因归结于自私和公平，因为还有其他诸如信用问题、代理人问题等等干扰因素，从而使结论不甚清晰。而在“最后通牒游戏”中，由于规定只有一次交易，并且游戏双方互不认识，所以至少可以排除信用和代理人问题，最重要的是实验变量少，没有污染，使之得出的结论“人们在追求私利的同时，也考虑到公平”更有说服力。

除最后通牒实验外，还有很多其他的行为经济学实验，为经济学模型更好的描述真实世界提供依据，在本书的第二章中将会有更详细的介绍。

值得注意的是，尽管行为经济学的研究借助于实验设计，但它与实验经济学却是完全不同的两个研究领域①。

1. 行为经济学是以“从心理学的视角看经济学”这一理念命名的，在方法论上是博取众长，而不仅仅局限于实验设计这一种方法；而实验经济学，是以其研究工具“实验设计”而命名。正如其名，实验经济学家对新实验方法的开发研究，投入了大量的精力，这些新的实验方法为经济问题的研究提供了新的工具。从这种意义上来说，行为经济学更似一种研究思想，而实验经济学更似一种研究工具。

2. 正由于行为经济学与实验经济学研究的目的不同，两者的研究过程也不同。行为经济学的研究一般分为四步。

（1）识别传统经济学理论所运用的假设、模型。

（2）识别反常规现象。比如找出由于人的心理因素导致的，并且与传统经济模型假设相违背的情况，并努力排除他因。

（3）改造原有模型，使之普适性更强。例如增加一个变量，使模型在

① Loewenstein, G. (1999). “Experimental economics from the vantage-point of behavioral economic.” *Economic Journal Controversy Corner: “What's the use of experimental economics?”* 109, pp. 25—34.

原有基础上也能解释特定的反常规现象。

(4) 检验新的行为经济模型。寻找该模型的新推论,并论证其对谬与否。这是行为经济学所特有的研究过程。

3. 实验经济学和行为经济学所讨论的"实验"本身也有一些区别。实验经济学家为各种实验制作详细的操作示意文件,使实验可得以精确重复。而行为学经济学家的实验规则,一般限制性较前者少。另外实验经济学中的实验,是典型的"静态重复",即让被试者在不同时期重复做同一任务。通过这样的市场模拟,通常可用"最后一期"的数据来得出市场均衡时的各种经济指数。而行为经济学的实验在承认长期经济均衡趋势的同时,更注重人们每一时期的经济行为。行为经济学家认为,很多决策诸如购房、婚姻、养老金储蓄等,其可选次数对每一个人而言屈指可数,是很少有机会去通过"试错法"找到一个均衡点的。

总之,行为经济学家将人类行为和经济现象研究结合了起来,这必然需要多种研究工具的支持。在这里我们主要对"实验设计"的研究方法作了详细的介绍,而事实上从室内的实验设计到经济生活中的实证分析,一切传统经济学研究所运用到的工具,在这里都能找到其用武之地。

1.3.3 行为经济学的学术地位

关于如何衡量一个经济学理论质量的优劣,学术界众说纷纭。Stigler 曾经提出以下三条衡量标准:与现实的一致性、普适性、可操作性[①]。也就是说一个好的经济学理论,其假设、推论、预期等应该与现实经济生活中的现象不违背,并能够解释很多相关的经济现象,而且理论本身干净、简洁,易于操作。我们也可以用这些标准,来衡量一下行为经济学理论。

(一) 是否忠于事实

基于行为经济学所具有的描述性的特征,其本身所追求的就是对真实世界的反应。通过引入心理学的研究,行为经济学家希望能够找出而

① Stigler G. (1965) "The development of utility theory" Chap. 5 in *Essays in the History of Economics*. Chicago: University of Chicago Press.

临风险决策、金钱激励等，人们真实的行为选择，而不是简单的理性假设。研究事实也证明，传统经济学的理性人假设不十分准确。所以行为经济学是一个忠于事实的经济理论。

（二）立足于人的行为

行为经济学其理论有很强的普适性。例如通过对传统的经济学模型添加一至两个行为变量，新模型将较原模型更准确，更全面地揭示现象背后的规律。一旦将行为变量赋值，行为经济学模型的运用，将会和传统模型一样广泛。而传统模型往往只是行为经济学模型的一个特例，即当行为变量被赋值为"零"时的特例。

（三）经济模型的可操作性

对经济模型加人行为变量，确实会使其变得较不易被处理。但大量的行为学论文成果表明，模型在加人变量之后，还是可以处理的。更重要的是，在很多情况下，行为经济学的模型，能够比传统模型做出更为精确的预测。

以 Kahneman 提出的"损失规避"（loss aversion）概念为例（在 2.2.1 "预期理论"一节中，有"损失规避"这一概念的详细阐述），将这一认知心理学上的概念和经济学理论相结合所得到的行为经济学模型，是行为经济学具备一致性、普适性、可操作性的最好例证。"损失规避"是指相对于某一参照点，人们对于损失的厌恶程度，要远远大于相同量的所得所带来的高兴程度。数以百计的实验证明，"损失规避"这一范式，较之于传统的连续凹向原点的效用函数，更真实地刻画了人们对财富总量及其变化的心理感受；"损失规避"能够解释很多迷惑了传统经济学家多年的问题，比如"股票贴水之谜"、"非对称的价格弹性"等现象。"损失规避"范式也是传统效用函数的一般化，这一范式表明当"损失规避系数"（loss-aversion coefficient）等于 1 的时候，这一行为学的模型便转化为传统的效用函数。最近在对这一范式进行的应用研究时显示（如"贪小失大"（foregoing）研究）[①]，这一范式也是可处理的。

---

①② Barberis, N., Huang, M., & Santos, T. (2001). "Prospect theory and asset prices" *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), pp. 1—53.

行为经济学具有三个重要特点：

（1）它的出发点是研究一个国家中某个时期的消费者和企业经理人员的行为，以实际调查为依据，对在不同环境中观察到的行为进行比较，然后加以概括并得出结论。

（2）行为经济学的研究集中在人们的消费、储蓄、投资等行为的决策过程，而不是这些行为所完成的实绩。

（3）行为经济学更重视人的因素，因此也可以认为它是管理方面的经济学。它研究分析经济活动的心理过程，例如，人们在做经济决策时的动机、态度和期望等。

关于行为经济学的前景，卡耐基梅隆大学的乔治·卢汶斯顿（George Lowenstein）、加州理工学院的卡米拉（Colin F. Camerer）和加州大学伯克利分校的拉宾（Matthew Rabin）三位大师在2001年出版的行为经济学论文集的序言中坦言心迹："我们的愿景是所有的经济学家都被视作行为经济学家。"他们对于经济学的未来发展也毫不讳言地提出，"许多经济学家至今还坚持的严格的理性前提会有一天被视作精巧的、但是不现实的特例。"[②]

当前，这种对行为经济学爆发的研究兴趣引起了一种担忧，即认为行为经济学仅仅是一种时尚。事实上，一些有名的怀疑者甚至已经预测对这一领域的兴趣会随着研究者们认识到这种狂热没有什么价值而逐渐减退。

但严谨的行为经济学家们倾向于认为它不是一种时尚。他们提出，对于所有创新和改进而言，对这些创新可能带来的进步，必然有许多关于过于乐观的观点。但是对行为经济学这一研究趋势来说，它的基本前提（即如果其他情况相同，我们对于经济主体的前提越贴近观实，那么我们的经济学研究就会越好）是如此的强有力，以至于我们不能认为它只会昙花一现。因此，在行为经济学的挑战下，越来越多的经济学家开始认识到应该使关于人类的前提在心理上尽可能地现实。同时，大量主张经济学家应该结合心理学或其他学科的行为证据，已经系统和明白地背离了

经济学的旧前提。因此，我们有理由相信它会对经济学有着长期的影响[①]。

① 也许一个很相似的例子就是博弈论在经济学中的出现。事实上，尽管博弈论现在已经是美国每个经济系的必修核心课程。但1985年有好几个德高望重且很有影响的经济学家曾认为博弈论是一个转瞬即逝的时尚而已。和博弈论一样，心理经济学显然也拓展了经济学家可以成功研究的现象范围，当然这样做也是出于经济学的传统精神。和博弈论相仿，它也不是基于研究领域基本方法的范式变化，而是对经济学研究领域的一个自然拓展。心理经济学也和博弈论一样，注定要被经济学所吸收，而不是作为一种替代研究方式而存在。

第二章　行为经济学的主要理论

2.1　行为经济学的发展脉络

被称为行为经济学创始人的卡尼曼(Kahneman)教授和他的合作者特维斯基(Tversky)教授,认为人类由于受到认知机制的局限,经常会有不理性的行为发生。然而他们将心理学研究成果运用于经济学领域的努力,从一开始就受到传统经济学家的极力排斥。随着研究的深入,Kahneman 和 Tversky 教授将人们决策过程中产生的认知偏差做出了系统的归类;并提出了比经典的"期望效用理论"(expected utility theory)解释力更强的"预期理论"(prospect theory)。再加上 Tversky 教授借助自身深厚的数学功底,将心理学家的思想用经济学家所熟悉的数学语言描述出来,这才使行为经济学的思想逐渐被经济学家们所接受。

Thaler 教授就是这样一位站在行为经济学前沿的经济学博士。他凭着敏锐的学术直觉,大胆的将当时还处在争议中的心理学研究成果引用到经济学领域中。并不顾导师的反对,将博士论文的研究方向锁定在行为经济学领域。在之后的学术生涯中,Thaler 凭借对经济学、金融学研究领域的了解,认为将心理学融入经济学将是经济学发展的新趋势。他成为"有效市场"理论的积极反对者,在芝加哥大学的金融课上,和持市场有效观点的同行进行辩论,并撰写了"行为的生命周期假设"等论文,对传统经济学模型进行修整。正是由于 Thaler 教授的摇旗呐喊,在世纪之交,行为经济学迎来了理论发展的春天。

随着行为经济学的兴起,学术界出现了一大批对此领域颇感兴趣、并做出了突出贡献的学者。他们感觉到了心理学对传统经济学的撞击;他们纷纷拿起心理学的认知研究工具,对传统经济学重新审视;他们使行为经济学这一思想在经济学中生根发芽。但需要指出的是,行为经济学并不能被视作是一门系统、独立的学科。它否定了新古典经济学的理性人

假设，提出了人们行为不理性的另一面，试图通过对原有经济学理论的修正，增强经济理论的解释能力。

在归纳行为经济学本身的理论成果时，我们依照经济学和心理学的学术背景，将行为经济学的代表人物分为两类加以概述。这种分类可以让人明显感受到两类学者在行为经济学领域，有着不同的研究侧重点，同时又充分合作的概貌。

本章首先将对 Kahneman 和 Tversky 最著名的两项学术成果“预期理论”和“三类认知偏向”的研究进行概括和评述；其次是被誉为行为经济学真正创始者——Thaler 教授的两项研究成果，其中包括在行为经济学领域几乎与“预期理论”同样著名的“心理账户”概念，以及 Thaler 教授等人基于行为学的研究所提出的“行为生命周期假说”；继 Thalor 教授之后，出现了一大批行为经济学领域的学者，其中包括 Andrei Shleifer、George Lowenstein、Matthew Rabin、David I. Laibson 等。限于篇幅，我们在此选择荣获 2001 年克拉克奖章的 Matthew Rabin 的研究，探讨带有行为学变量的经济模型是如何构造的，2001 年诺贝尔经济学奖获得者 George A. Akerlof 和以《非理性繁荣》一书而名噪一时的 Robet Shiller。

在最后一节中，我们着重介绍一位心理学家的研究，从面比较在行为经济学领域，心理学家和经济学家研究的侧重有何不同。我们选择芝加哥商学院 Christopher K. Hsee（奚恺元）教授的研究成果。奚教授所提出的“衡量能力”（evaluability）的概念，很好地解释了困扰学术界已久的“分别评价”（separate evaluation）和“共同评价”（joint evaluation）两种情况下出现的消费者“偏好反转”（preference reversal），并被 Kahneman 教授在诺贝尔受奖典礼的致辞中反复引用。2.7 节将对这项研究作详细的介绍和论述。

图 2.1 清晰地表达了本章的脉络。

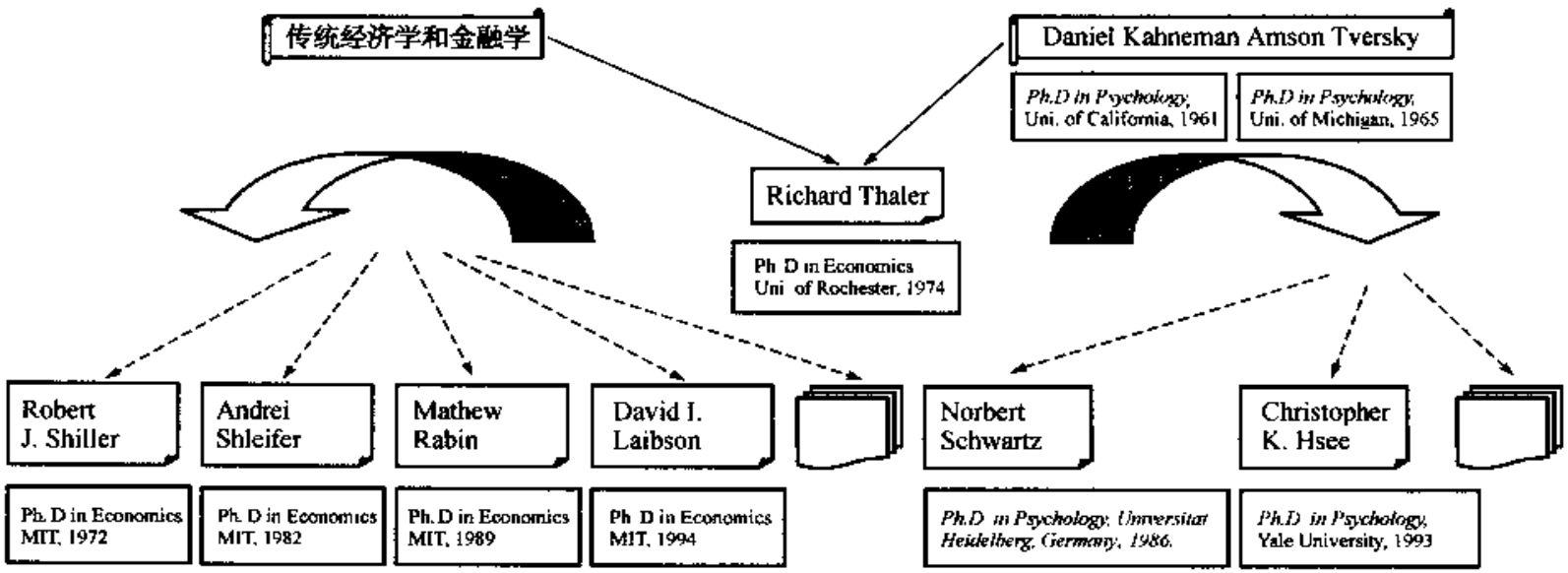


图2.1 行为经济学发展脉络

2.2　Kahneman 和 Tversky

Daniel Kahneman 教授 1934 年出生于以色列的特拉维夫，1961 年获得美国加利福尼亚大学伯克利分校心理学博士学位。他拥有以色列希伯来大学、加拿大不列颠哥伦比亚大学和美国加利福尼亚大学伯克利分校的教授头衔。自 1993 年以来他一直任教于普林斯顿大学，是该大学第 3 名获诺贝尔奖的教授。已故的（Amos Tversky）教授 1937 年出生于以色列的海法，1965 年获得密歇根大学心理学博士学位。在密歇根和哈佛大学任教数年后返回了以色列希伯来大学，并在那里开始了与 Kahneman 的长期合作①。

Kahneman 和 Tversky 亲密得就像一个人一样，他们共同奋斗，向有关人们是如何形成判断及如何选择的传统观念进行了挑战。在以色列的耶路撒冷，他们形影不离，或漫步在希伯莱大学的草地上，或坐在某个小咖啡馆里，或在他俩共有的办公室里喝着速溶咖啡，他们总是在交谈，谈论他们共同研究的问题。后来 Tversky 到美国斯坦福大学任教，Kahneman 到美国哥伦比亚大学任教，远隔万里他们每天仍要通几次电话，对著作中的每句话字斟句酌，直到形成一个完美的结论。文章发表时为了确定将谁的名字放在前面，他们就用抛硬币的方式决定。68 岁的 Kahneman 在获得诺贝尔奖后接受记者采访时说：我觉得这个奖是我俩一起得的，我们像兄弟一样共同工作已有一个世纪了。

2.2.1　预期理论②

Kahneman 和 Tversky 教授对行为经济学的主要贡献是提出了“预期理论”，该理论对传统的风险决策理论做出了修正，证明不确定条件下的判断和决策，许多都系统地偏离了传统的经济学理论，特别是偏离期望效

① http://www.stanford.edu

② 本节内容根据 Tversky, A. & Kahneman, D. (1984). “Choices, values, and frames”, *American Psychologist*, 39, pp.341—350 等相关论文整理。

用理论。

最早的风险决策理论叫做“期望值理论”(expected value theory, EV),是由 Laise Pascal 等学者大约在 300 多年前(17 世纪中叶)提出的。这个理论认为,人们是根据风险决策的期望值大小来进行选择的。例如有两个选择:

A 30% 的可能性赢 2 000 元

B 70% 的可能性赢 1 000 元

这两个选择的期望值分别是 600 和 700。那么根据期望值理论,人们会选择 B 而不是 A。这个理论认为人们都是风险中立的,即人们只考虑一个选择的期望值,而不考虑风险的大小,这是该理论的一个很重要的假设。今天我们在做很多经济和商业决策的时候,经常用到“决策树”的分析工具,正是由这个理论引申而来的。

但事实上人是否是风险中立的呢?让我们思考以下两个选择:

A 100% 能赢得 1 000 元

B 50% 的可能赢 2 100 元;50% 的可能一分钱也拿不到

从期望值来说,B 的期望值(1 050 元)大于 A 的期望值(1 000 元)。但是真正面临这样两种选择时,大部分人会选择 A。为了解释这一现象,Daniel Bernoulli 在他的一篇题为“一个风险测度的新理论”①一文中,提出了著名的“期望效用理论”(expected utility theory, EU)。

这个理论指出,财富的边际效用是递减的,50% 可能性赢 2 100 元的效用小于 100% 赢 1 000 元的效用。这个理论是微观经济学一个重要的奠基石。这个理论假定人们都是风险规避的,因此人们选择 100% 赢

① Daniel Bernoulli (1954), “Exposition of a new theory on the measurement of risk”. *Econometrica vol* 22, pp. 3—36,此文译自 Bernoulli (1738), Specimen theoriae novae de mensura sortis, Papers of the Imperial Acadamy of Science of Saint Peterburg, vol 5, pp. 175—192.

1 000元是完全理性的。这个理论是经济学的一大进展。基于这个理论有许多经济政策的应用，比如在美国，特别是民主党，非常推崇财富再分配的政策，也就是向富人多征税再分配给穷人，其理论依据就是边际效用递减。对富人来说增加1美元的效用要小于给穷人增加1美元带来的效用，所以应该把这1美元给穷人，以提高整个社会的福利。

但是问题在于，人们是不是在任何时候都是风险规避的呢？让我们再来看看下面这个问题：假定有这样两个选择：

A 100%能赢得1 000元

B 50%的可能赢2 000元，50%的可能什么都得不到

这种情况下，大部分人都会选择A，这也说明人是风险规避的。但是再看下面的问题。假定你刚刚赢了2 000元。你面临两个选择：

A 100%要损失1 000元

B 50%的可能损失2 000元，50%的可能什么都不损失

在这种情况下，大部分人都选择B，这又表明人是追求风险的。但仔细分析一下，我们会发现这两个问题是完全等价的：

“100%赢1 000元”等价于“先赢得2 000元，后100%损失1 000元”；“50%赢2 000元”等价于“先赢2 000元的情况下，50%可能性损失2 000元，50%可能性什么也不损失”。

但是人们为什么在第一种情况下风险规避，而在第二种情况下就变成风险偏爱呢？

Kahneman和Tverskey在1979年提出的“预期理论”能够很好地解释上面的现象。“预期理论”认为，人在面临“获得”(gain)的时候是“风险规避”(risk aversion)的，而在面临“损失”(loss)的时候是“追求风险”(risk seeking)的。

就上面的例子而言，在第一种情况下，赢钱对人们来说是一种获得，所以人们选择规避风险。但是在第二种情况下，人们面临的是损失，因此人们倾向于追求风险。但是，获得和损失并不是绝对的，而是相对于“参照点”(reference point)而言的。一般来说，参照点是人们对某事物的期望。比方说这个月你得到3 000元的奖金，对你来说到底是获得还是损失呢？这要看你的期望值，如果你期望的奖金额是2 500元，那么相对于2 500元这个参照点来说3 000元就是一种获得；假如你期望得到3 500元的奖金额，那么相对于3 500元来说3 000元就是一种损失。

概括而言，“预期理论”有三个基本理论观点：

(1) 面临“获得”，人们倾向于“风险规避”；

(2) 面临“损失”，人们倾向于“追求风险”；

(3) 获得和损失是相对于“参照点”而言的。

Kahneman的重大发现是人们常常对结果偏离某一非固定偏好水平(如现状)的方式，而不是对用绝对项衡量的结果更加敏感。这种对变化而不是大小的重视可能与心理学的认知法则有关。根据这种法则，人们对外部环境(如温度和光线)的变化而不是其强度更敏感。

而且，与偏好水平相比，在同等大小的损失和收益之间，人们常常更讨厌发生损失。Tversky与Kahneman (1992)估计，在适度规模的损失和收益之间，人们对损失的看重程度是对收益看重程度的两倍。也就是说，人们的偏好似乎具有(局部)厌恶损失的特点。对于蝇头小利，例如，在现状与50%的可能性赢得12元钱或输掉10元钱两种选择中，人们一般偏好前者。这意味着传统经济学分析对人们大赢大输的偏好态度与事实不符合。就此而言，关于冒险行为的有关证据与关于风险厌恶的传统假设并不一致。

从这三点出发，我们又可以得到非常有意思的推论。

推论1

如果改变人们在评价事物时候所使用的参照点，可以改变人们的风险偏好。假定一家公司面临两个投资决策的选择：

投资方案A　肯定盈利200万

投资方案 B　50% 的可能盈利 300 万,50% 的可能盈利 100 万

如果公司的盈利目标定得比较低,比方说是 100 万,那么方案 A 看起来好像是多赚了 100 万,而 B 则是可能刚好达到目标,也可能多盈利 200 万。A 和 B 看起来都是获得,因此员工一般是风险规避的,会选择方案 A。但是如果公司把盈利目标提高到 300 万,那么方案 A 就像是少赚了 100 万,而 B 则是可能刚好达到目标,也可能少赚 200 万。这个时候两个方案都是损失,所以员工会抱着"冒风险说不定可以达到目标"的心理,选择风险相对较高的投资方案 B。由此可见,一个企业如果要影响其员工对风险的偏好,可以通过改变对员工的绩效期望水平来达到目的。

推论 2

人们对损失和获得的敏感程度是不同的。Thaler 曾经做过这样一个实验,他将参加实验者分为两组,每组问的问题不同:

第一组:假设你得了一种病,有万分之一的可能性会突然死亡。有一种药吃了以后可以把死亡的可能性降到零。那么你愿意花多少钱来买这种药呢?

第二组:假定你身体很健康,如果医药公司想找一些人测试他们新研制的一种药品,这种药服用后会使你有万分之一的几率突然死亡。那么你会要求医药公司做多少补偿呢?

很多人回答说愿意出几百元钱来买药,但是即使医药公司花几万元,他们也不愿意参加实验。为什么第一种情况人们愿意花钱治病,但不愿花很多钱。第二种情况,医药公司花几万元钱人们都不愿意参加实验呢?实际上就是损失规避这个心理在作怪。在第一种情况下,病已经得了,治好病是一种获得,由于人们对获得相对不敏感,所以不愿意用很多钱来换取。而在第二种情况下,增加死亡的概率对人们来说是一个难以接受的损失,所以人们对损失所要求的补偿就远远高于他们愿意为治病所支付的钱。

在市场营销中损失规避这个概念也有非常广泛的应用。如果商店中有一个 100 元的 CD 机,商店规定:支付现金,则按商品的原价计算;如果以信用卡支付,则需要支付 105 块。这时人们通常觉得没有必要承担这

5 块钱的损失，所以更愿意以现金支付。但是如果将这个 CD 机标价为 105 元，顾客以现金支付可以优惠到 100 元，而用信用卡的话则以原价计算，这个时候人们就不会觉得用信用卡支付会有损失，这种定价方式可以刺激使用信用卡消费。而实际上在这两种定价方式下，商品的价格是一样的。只不过改变了人们的参照点，就可以很容易地改变人们的支付方式倾向。

Tversky 和 Kahneman 提出了一种新的分析框架。期望效用理论是公理性的，而他们的期望理论是描述性的，是以演绎的方式从经验观察中得到的，而不是通过归纳的方式从一组逻辑上有吸引力的公理中得到的。Tversky 和 Kahneman（1986）后来指出，期望效用理论和期望理论都是不可缺少的：期望效用理论描述理性行为，期望理论描述实际行为。期望效用理论为某些明确的和简单的决策问题的实际选择进行了准确的表述。但是，大部分实际决策问题十分复杂，需要行为内容更丰富的模型。

那么，这两种理论之间的区别是什么呢？就货币损益而言，期望效用理论中的决策标准是公式（1）

$$\sum_i p_i u(x_i) > \sum_i q_i u(x_i) \tag{1}$$

假定在当前环境下存在财富 w 的实值函数 u。如果在不同的财富水平 w_i 上，行为 a 导致概率 p_i，行为 b 导致概率 q_i 那么，当且仅当

$$\sum_i \pi(p_i)\nu(\Delta w_i) > \sum_i \pi(q_i)\nu(\Delta w_i) \tag{2}$$

“期望值理论”（expected value theory）假设风险中立。人们会将几种可能的收益值（X_i）分别乘以该收益发生的概率（P_i）求出期望值（EV）。在不确定性下做决策时，人们会选择期望值较大的项目。显然在这一理论中，收益值 X 和效用值 U 之间呈线性关系。

“期望效用理论”（expected utility theory）假设风险规避。人们将某几种可能收益的效用值（U_i）分别乘以该收益发生的概率（P_i）求出期望效用值（EU）。在不确定性情况下决策时，人们会选择期望效用值较大的项目。如图所示，收益的边际效用是递减的，效用曲线凹向原点。

“预期理论”（prospect theory）假设在“获得”区域，风险规避；在“损失”区域，追求风险。该理论认为人们在做选择时所比较的是期望预期

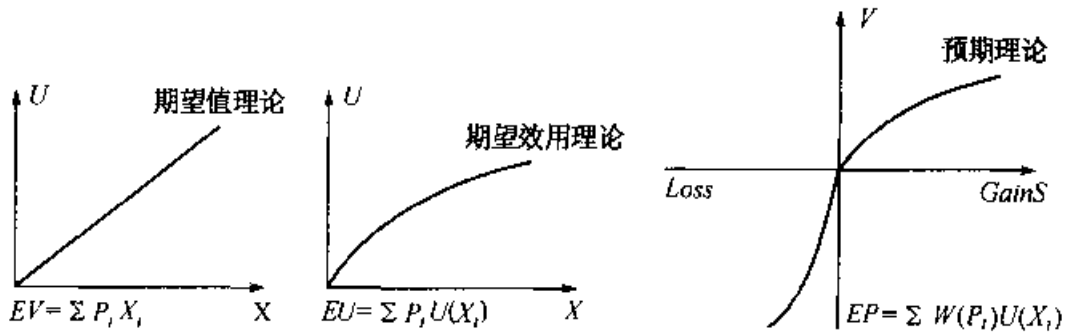


图 2.2　"期望值理论"、"期望效用理论"和"预期理论"之间的异同

(EP)，即可能收益的效用值(U_i)与该收益发生的心理概率(W_i)内积之和。这里的 W_i 也可视为一种效用值的心理权重，显然损失与获得的心理权重不同。如图所示，效用曲线在第一、第三象限都是凹向原点的。

在 a 和 b 之间，决策者(严格)偏好前者。相反，期望理论假定存在两个函数 v 和 π，当且仅当

$$\Sigma_i \pi(p_i) v(\Delta w_i) \phi \Sigma_i \pi(q_i) v(\Delta w_i) \qquad (3)$$

在行为 a 和 b 之间，决策者(严格)偏好前者，其中 $\Delta w_i = w_i - w_0$ 是财富与某一参考值 w_0(初始值或希望值)之间的差。

这两个模型间有三个不同点。

1. 在期望理论中，决策者并不关心财富本身的最终值，而关心财富相对于某一参考值的变化 Δw。这一参考值常常是决策者当期的财富水平，就是说货币损益根据现状定义。参考水平也可以是某个希望值：在既定的当期财富和期望下，决策者试图获取的财富水平。Kahneman 和 Teversky 认为，决策问题可以分为两个阶段处理。它首先被"编辑"，以便为决策建立适当的参考点。决策结果如果超过参考点就被视为收益；低于参考点，则被视为损失。在编辑阶段之后是评估阶段，建立在公式(3)的标准基础上。

2. 与价值函数 v 有关。除了定义根据财富变化以外，这一函数是 S 型的，对收益而言它是凹的，对损失而言它是凸的，对两个方向的变化呈现敏感性递减趋势。而且，它在原点上发生弯曲。与在原点右方收益很小的情况相比，在原点左方，当损失很小时，函数更加陡峭。相反，在期望

效用理论中，函数 u 通常处处平滑并且为凹函数。图 2.2 给出了这种价值函数的形状。

3. 决策权重函数 π 是客观概率 p 和 q 的函数。该函数单调递增，在 0 和 1 处不连续。

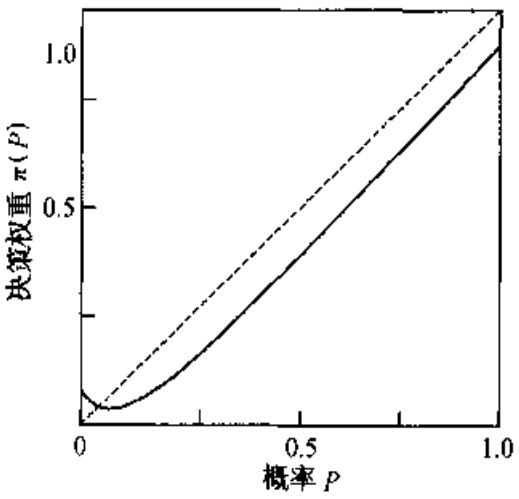


图 2.3 决策权重与客观概率

因此，对于小概率，它始终赋予过大的权重；而对于大概率，则始终赋予过小的权重。它的一般形状如图 2.3 所示。

正是这些差异使得期望理论与本节前面提到的实验证据相一致。由于人们根据财富相对于某个参考水平的变化评估风险性前景，关于边际阶段的合理假设使得模型与人们根据对问题的诠释方式而做出不同选择的常见事实相一致。价值函数在参考点上变得曲折——和低收益相比，在损失小时函数更加陡峭——意味着选择与厌恶损失相一致。在函数 v 中，由于对变化的边际敏感度递减，因此决策者面对收益变得厌恶风险，而面对损失偏好冒险，这一切皆与证据相吻合。而且，决策权重函数赋予小概率过高的权重和赋予大概率过低的权重的事实可以解释 Allais 悖论。

Kahneman 等人进行的经验实证研究揭示了不确定性条件下决策的一些规律，包含于期望理论中的思想要解释这些规律尚有很长的路要走。Kahneman 的研究结果为经济学研究提供了新的视角，并且通过提醒决策分析者注意实际生活中的决策者通常会犯的错误而促进了模型分析。对

期望理论更进一步的发展被称为积累性期望理论(Tversky 和 Kahneman, 1992),它解决了原有理论的一些薄弱之处。特别是,积累性期望理论引入了大量的事件结果,并且它与随机占优(stochastic dominance)相一致。

与期望效用理论相比,期望理论及其发展向着更准确地描述风险条件下的个人行为迈出了重要的一步。现在,它是这一领域里许多应用性经验实证研究的基础。

2.2.2　启发式认知偏向(Heuristic Bias[①])

Kahneman 和 Tversky 教授除了提出"预期理论"之外,另一项杰出的贡献就是发现了在不确定条件下进行判断与传统经济理论所假定的那种理性发生系统偏差的机理。总结了三种最典型的启发式偏向,包括代表性偏向(representativeness)、可得性偏向(availability)、锚定效应(anchoring)。并由此得出的基本结论,人们一般无法充分分析涉及经济判断和概率判断的环境。在这种环境中,人们依靠某些捷径或原则作出判断,这些捷径或原则有时与期望效用最大化理论存在系统偏差。

什么是"启发式偏向"呢? 形象地说就是,人们在作判断的过程中,会走一些思维捷径。这些思维的捷径,有时帮助人们快速地做出准确的判断,但有时会导致判断的偏差。这些因走捷径而导致的判断偏差,就称为"启发式偏向"。

我们在作判断时,丰富的经验常常对判断起到关键作用。当人们要对一个既复杂模糊又不确定的事件(比如证券价格走势)进行判断时,由于没有行之有效的方法,往往依赖过去的经验(一种捷径!),通过对过去的经验进行分析处理,得到启发(heuristic),然后利用这些得到的启发做出判断。

启发是人类认知能力的表现,好的启发为人们提供了一种做出准确判断的快速途径;但是,由于人脑有时不能准确地收集和处理所得到的信息,通过启发进行判断就会产生偏差。

---

① 本节内容根据 Tversky, A. & Kahneman, D., (1974) "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science No.* 185, pp. 1124—1131 等相关论文整理撰写。

（一）代表性偏向

“代表性偏向”是指人们简单地用类比的方法去判断。如果甲事件相似于乙类事件，则甲就属于乙，与乙同类。事件甲相似于乙类事件的程度越高，属于乙类事件的可能性也就越高。使用“代表性”进行判断往往会导致过度自信。股票市场上的“龙头股”现象就是使用“代表性偏向”进行判断的结果。一个板块的“龙头股”的上升或下跌，经常带动板块内的其他股票的上升或下跌。

1. 人们常常对先验概率不敏感（insensitivity to prior probability of outcome）。Kahneman 和 Tversky 做过这样的实验，把参加实验的人员分成两组，让两组人员对相同的 100 位专业人士的职业（工程师或律师）进行判断：

第一组 “这 100 位专业人士中有 70 位工程师和 30 位律师。从中任取一位，他的名字叫 Dick，他已婚无小孩。有很强的工作能力和自我驱动力，在专业领域很有潜力，和同事关系融洽。请问他是工程师的概率是多少？”

第二组 “这 100 位专业人士中有 30 位工程师和 70 位律师。从中任取一位，他的名字叫 Dick，他已婚无小孩。有很强的工作能力和自我驱动力，在专业领域很有潜力，和同事关系融洽。请问他是工程师的概率是多少？”

实验结果是：两组的判断结果相差很小（都是 0.5 左右的概率）。这表明人们几乎全都是根据个性描述的特征去判断，忽略了两种职业占总人数的比例。这一现象和“Bayes 定理”假设——人们会毫无偏见地运用先验概率来做决策——不相符合。与贝叶斯定理假设不同，人们在判断时收到新信息的干扰，往往就忘掉了已有的重要信息，或不能区分信息的重要程度，从而导致判断出现偏差。

2. 判断者不能正确理解统计样本大小的意义（insensibility to sample size）。对全部样本进行统计的结果才是真正的结果，样本的数量愈接近真实的数量，统计的结果也就愈可信；样本愈小，与真实数量相差愈大，统

计的结果愈不能反映真实的结果情况。如果把用小数量样本进行统计得出的结果看成是真实的结果，判断自然会产生偏差。

3. 人们常常认为事物发生的频率应该依照其概率分布，否则这种频率的发生概率就很小(misconception of chance)。比如，拿掷5次硬币来讲，人们经常错误地认为出现"正—反—正—反—正"是常见的，而"正—正—反—正—正"不如前者常见，得出出现前者的机会比后者的机会高的结论，其实，两者出现的概率都是(1/2)。

4. 人们对做预测的难易程度不敏感(insensitivity to predictability)。即人们在作决策时会被一些与预测相关性很小的因素所迷惑。比如一个投资者在看到了一条关于某公司现有绩效的赞美性描述，他在判断这支股票是否会盈利时，这种赞美性的描述就占据了很大的权重。同样的事实也可以用一般中性色彩的语言描述，两种语言的描述会影响投资者对股票盈利预期的判断。

5. 判断者会有一种可得性幻觉(the illusion of validity)。可得性幻觉是指，人们在面对一组描述某事件的信息时，经常会忽略掉不熟悉或是看不懂的信息，只凭自己能够理解的、熟悉的信息去做出判断，这些忽略掉的信息可能对判断是关键的，自己能够理解的信息可能对判断是不重要的。特别是一些有冗余的信息，容易引起人们的注意。但事实上在作决策的时候，手头的资料相关性越小，对准确判断越有利。

6. 人们有时不理解向平均回归的意义(misconceptions of regression)。一个人一直在股票投资上表现平平，突然有一天有了一次不同寻常的获利，就认为自己从此之后就有能力一直会这样出色地表现下去，但接下来的一次投资又回到平均回报率，此时这人会为再回到平均状态寻找各种借口，而没有意识到回报率总是围绕平均回报率波动的这一事实。

（二）可得性偏向

"可得性偏向"是指，当人们需要做出判断时，往往会依赖快速得到的信息，或是最先想到的东西，而不是去致力于挖掘更多的信息。人们在使用"可得性"去进行判断时，从记忆中最先搜寻到的信息往往成为判断的依据。比如，当一个人评估中年人突发心脏病的风险时，最先想到的是他所熟悉的人发病的情况，并有可能依此做出判断，而不是去收集更多的

有关心脏病的信息。

Kahneman 和 Tversky 认为可得性偏向又分为四种表现形式。

1. 事件的可追溯性(retrievability of instances)所造成的可得性偏向。具体而言,以下四种因素会影响人对记忆的搜索:

(1) 过去事件发生的频率,事件发生的次数越多,人们越容易记住(你可以不假思索地判断一月份下雪的可能性比十月份高)。

(2) 对事件的熟悉程度,人们倾向对自己熟悉的事件做出判断(足球迷会很快地对足球队的输赢做出判断)。

(3) 事件的不同寻常性,不同寻常的事件留下的记忆深刻,更容易让人记住(连续十个跌停板的股票比连续三个跌停板的股票更容易记得住)。

(4) 事件发生的时间,越近的时间记忆越清楚(目睹一次交通事故后你会马上紧张起来随后又慢慢地放松下来)

以上四种情况会影响人们对事件的正确判断。比如人们一度受到"9·11"的影响而不敢选择飞机作为交通工具,但事实上飞机的事故死亡率是所有交通工具中最低的。

2. 被搜索集合的有效性(effectiveness of a search set)所造成的可得性偏向。人们在搜索记忆中的信息集合而做出判断时,常常取决于某一信息集合能反应到脑海中的有效性,有的信息集合不能有效地反应出来,判断者就会形成认知偏向。比如被问及"在英语单词中,以 r 为首字母的单词多(比如 road),还是以 r 为第三个字母(car)的单词多?"时,许多人认为是前者多,但事实正相反。造成这种系统性偏差的原因是,搜索以 r 字母开头的单词集合比搜索以 r 为第三个字母的单词集合更方便。

3. 想像力(imaginability)所造成的可得性偏向。人们在对某件实物的发生频率作估测时,由于对该事物不熟悉,只能借助于对相关信息的搜索,以此在脑海中形象地构筑、计算不熟悉事物的发生频率。比如有以下一道问题:在 10 个候选人中选出 K($2 \leqslant K \leqslant 8$)位评审委员会委员,请问有多少中选法? 在作估测的时候,如果 K = 2 人们会两两分组,将 10 位候选人分成 5 组。而 K = 8 时,10 位候选人连 2 组都分不到。人们很容易得出 K = 2 时可选项较多,而 K = 8 时可选项较少。实验证明 K = 2 时

人们的估测值平均为70，当K=8时估测值平均是20。但事实上两者的选择种数都为45种。由于想像力的作用，人们会高估或低估某些事件的发生概率。

4. 幻觉相关(illusory correlation)所造成的可得性偏向。幻觉相关是指当B事物在A事物之后发生，会给人造成一种这两者之间有一种因果关系的幻觉。比如当连续两个雨天股市全线上涨，第三天转晴股市下跌，某些人就会在第四天根据天气情况判断股市的涨跌。

(三) 锚定效应

锚定效应是指当人们需要对某个事件做定量估测时，会将某些特定的数值(比如以前的股票价格)作为起始值，这些起始值就像"锚"一样使估测值落于某一区域中。如果这些"锚"定的方向有误，那么估测就会产生偏差。锚定效应也有三种体现。

1. 不充分的调整(insufficient adjustment)。不充分调整是指，人们在估测某一数值的时候，会受到某些起始数值的影响，做出不准确的估测。比如以下实验，要求两组人分别通过心算快速给出以下两个乘式的答案：

第一组：$8\times7\times6\times5\times4\times3\times2\times1$

第二组：$1\times2\times3\times4\times5\times6\times7\times8$

在时间有限的条件下，人们会跳过许多计算步骤，只是先推算一个值，然后加以适当的调整。第一组的乘式是降序排列，起始几个数字之积较大；第二组的乘式是升序排列，起始几个数字之积较小。由于人们的不完全理性，在判断时人们对初始的推算值常常不能做出准确的、充分的调整。因此实验结果显示，第一组人对降序的乘式平均估值为512，第二组人对升序的乘式平均估值为2 250。而准确的乘积应该为40 420。

锚定效应还对许多商品估价产生影响。旧车交易就是一例：比如顾客知道"奔驰"某款新车的价格是120万元，但对该款旧车的价格却无法估计，车行销售员就先开一个接近120万元的价格(锚定一个高价)，然后再把价格慢慢地降下来，让顾客觉得价格比较便宜，值得购买。

2. 在连续和独立事件的估测偏向(biases in the evaluation of conjunc-

tive and disjunctive events)。研究认为,人们偏向于高估连续事件发生的概率,而低估独立事件发生的概率。比如有这样一个研究,参加实验的人将得到一个机会:在两种游戏中的一个下赌注。实验中有 3 种游戏供研究者选择:

第一种是"简单"游戏:从红白球各 50% 的暗箱中取得一个红球算赢。

第二种是"连续"游戏:从红球占 90% 白球占 10% 的暗箱中,有放回地取 7 次,每次都取到红球算赢。

第三种是"独立"游戏:从红球占 10% 白球占 90% 的暗箱中,有放回地取 7 次,至少有一次取到红球算赢。

结果显示,当人们在"简单"和"连续"游戏中作选择时,大多数人会选"连续"游戏(获胜概率 0.48);而当人们在"简单"和"独立"游戏中作选择时,大多数人会选"简单"游戏,尽管"独立"游戏的获胜概率有0.52。可见人们选择的都是获胜概率较低的一个游戏。造成这种现象的原因是,每一次可能获胜的这个概率(连续游戏中为0.9,独立游戏中为0.1),作为一个初始值在人们脑海中留下了锚定作用,使最后的概率判断向该初始值靠拢,从而造成判断的偏差。

在生活中我们对连续性事件发生概率的高估,会导致对某一计划的成功过分乐观。在完成一项计划的过程中,只要某一个环节出错或有所延误,就会导致整个项目的失败或延期。同样的道理,我们对独立性事件发生概率的低估,会导致不能充分意识到某一复杂运作体系出问题的真正风险大小。就拿人体自身来说,尽管身体的每部分得病概率很小,但由于构成整个人体的细胞、器官众多,所以得病的概率并不小。而人们会被每部分得病的小概率数值所"锚定",而低估了个人得病的概率。

3. 主观概率分布的估测偏差(assessment of subjective probability distributions)。这是指人们在估测某一数值的致信区间时,这一心理置信区间往往过于狭窄。假设现在需要一位专家估测一年后的某股市指数,X_{10} 表示真实值将低于 X_{10} 的概率为 10%,X_{90} 表示真实值将高于 X_{90} 的概率

是10%，也就是说真实值将落于(X_{10}，X_{90})的概率为80%。这一领域的很多研究表明，最终得出的真实值往往不是低于X_{10}，就是高于X_{90}，平均偏差达30%之多。这表明人们在估测不确定事件概率分布时，的确会产生较大的系统误差。造成这一现象的原因是：在估计致信区间时，人们往往先得出一个指数的期望值，然后分别向下和向上调整得到X_{10}、X_{90}，而这种心理调整往往不充分，导致了主观置信区间过于狭窄。

Kahneman和Tversky认为，无论是初出茅庐的新手，还是经验丰富的交易者，在面对复杂和模糊的问题时，经常会发生启发式认知偏差，只是偏差的机率、幅度大小不同而已。关于人们"判断行为"的证据说明，人们的推理系统地违反概率法则。Kahneman的研究借此对传统经济理论的基础之一——经验正确性提出了严重质疑。

2.3　Richard Thaler

理查德·塞勒(Richard Thaler)教授1945年出生于美国东部的新泽西州。于1974年获得罗切斯特大学经济学博士学位。先后在罗切斯特大学、康乃尔大学和麻省理工任教。1995年至今受聘于芝加哥大学。

作为一名经济学专业的博士生，Thaler对传统经济学的一些基本假设提出怀疑，起源于他对身边一些日常琐事的观察。比如Thaler的一位朋友承认，尽管他为了省下10美元而亲自整理花园的草坪，但不会为了10美元(甚至更多)而为邻居家的花园除草。又比如Thaler和一位朋友曾提前买了篮球赛的观摩票。但到比赛那天下起了暴风雪，那位朋友建议说：既然已经买了票，我们就应该去。Thaler发现这些行为都非常有趣，因为它们和Thaler在研究生院所学的经典经济学理论不相符合。经济学中有一个"机会成本"的概念，依照这个概念，所放弃的10美元收入(为邻居除草)，和省下的10美元花费(为自家除草)是完全相同的。因此理性人应该要么两者都放弃，要么两者都接受。而那场篮球赛的票子被经济学家称为"沉没成本"，无论怎么说钱已经付了，去不去看比赛的决策，应该基于对将来效用的预期，而非已经沉没的成本。总之Thaler对这些"异常的"决策行为倍加关注，并思考着传统经济学假设的不足

之处。

在1970年代,新古典经济学的思想统治着美国一流的学府,甚至诺贝尔评审委员会。经济学家一致认为:人们在做经济决策的时候是完全理性的,那些不理性的决策者要么马上能够意识到失误而做出快速调整,要么会受到市场的惩罚。在这种环境下,年轻的Thaler对新古典经济学的理性假设提出异议,无疑被视作学术界的异类。已故的诺贝尔奖得主Merton Miller拒绝和Thaler交谈;许多经济学家对Thaler的文章漠然视之;Thaler的导师无不惋惜地告诫他,不要再将宝贵的时间浪费在那些没有前途的研究领域。

1976年Thaler偶然间发现了Kahneman和Tversky两位心理学家关于人们认知偏向的研究,Thaler给Tversky写信谈了自己对于人们不理性的经济决策行为的关注,以及自己打算将行为变量引入经济学研究的想法,Tversky在回信中的鼓励使Thaler开始严肃地对待自己正在从事的、为当时众多经济学家所轻视的行为经济学研究。

如今58岁的Thaler教授被学术界视为行为经济和行为金融学领域的权威,行为经济学真正意义上的开创者。

2.3.1 心理账户(Mental Account)

Thaler教授最令人注目的成就之一是提出了"心理账户"这一概念。传统经济学认为钱是可替代的(fungible),不管100元钱是如何得到的,它的价值是相等的,人们就这100元的消费行为也应该是相同的。但许多行为学的研究表明,钱并不具备传统经济学所认为的可替代性。Thaler教授根据钱的不完全可替代性提出了"心理账户"的概念。

比如让我们考虑下面一组情形:

情景一:今天晚上你打算去听一场音乐会。票价是100元钱。在你马上要出发的时候,你发现掉了100元钱。你是否还会去听这场音乐会?

情景二:昨天你花了100元钱买了一张今天晚上的音乐会票。在你马上要出发的时候,你发现票子丢了。如果你想要听这场音乐会,你必须再花100元钱买张票。你是否还是会去听这场音乐会?

在第一种情况下，大部分人回答仍然会去听音乐会。而在第二种情况下，大部分人选择不去听音乐会了。这两个回答是不完全理性的，不管消费者丢掉的是钱还是音乐会票，总之是丢失了价值100元的东西，从可替代性的角度来看没有理由丢失了钱后仍去听音乐会，而丢失了票子后就不去听了。原因到底何在呢？

事实上，在人们的头脑里，钱并不像传统经济学所假设的那样，具有完全可替代性。真正的情况是，人们会把不同的东西归在不同的“心理账户”里面。钱和音乐会票分属两个账户，所以丢失了钱不会影响音乐会票子所在账户的预算和支出，大部分人仍旧选择去听音乐会。但是丢了的音乐会票和后来需要再买的票子都被归入同一个账户，所以看起来就好像花了200元钱听一场音乐会一样。人们觉得价格偏高，所以就不去了。

心理账户的研究主要关注三个因素。

（一）收入的来源

也就是说根据钱来源的不同，人们会将它们分到不同的账户中去，不同账户的边际消费倾向是不一样的。人们会把自己辛辛苦苦挣来的钱存起来不舍得花，但是如果是一笔意外之财，可能很快就花掉了。这其实说明人们在头脑里分别为这两类钱建立了两个不同的账户，挣来的钱和意外之财两者是有区别的。

（二）收入的支出

人们会将收入分配到不同的消费项目中去，各个项目之间资金不具有完全替代性。比如当人们将本月收入的一部分作为储蓄，剩余部分摊到食品、房租、水电等项目中去后，很不愿意再去动用储蓄这个心理账户中的钱，但钱在其他账户之间的流动性较强。

（三）对心理账户核算的频率

对心理账户是每天核算，每周核算，还是每年核算，对人们的决策行为有很大的影响。这项发现可以解释困扰金融学领域已久的“股权溢价之谜”（equity premium puzzle）。“股权溢价之谜”是指在美国证券市场上，股票的历史回报率远高于债券及国债的历史回报率，而投资者更乐意于投资后者的现象。比如，1926年1月1日对政府债券（T-bill）1美元的

投资,到1999年将变为14美元左右;而同期投资在美国证券市场大盘股上的1美元,到1999年将增值为2 000多美元。如此之大的回报率差异,并不是两种投资固有的风险差异所能解释的。而心理账户的短期核算,连同预期理论就能很好地解释"股权溢价之谜":虽然从长期来看,股票的回报率高于国债的回报率,但在短期内股票的价格波动较大。一旦股票价格下跌,投资者受"损失规避"的心理影响,会马上将股票抛出。因此尽管股票的长期回报率高,但很少有人在股票下跌时能够忍住不抛,作长期投资。

2.3.2 行为生命周期假说(The behavioral life-cycle hypothesis)

Thaler教授另一项研究成果是和Shefrin一起提出了"行为生命周期假设"。宏观经济学中有一个著名的"生命周期假说"(life-cycle hypothesis)。这一理论假设人们能够事先估计一生的收入,然后通过合理安排储蓄和消费来平滑一生的消费,这样就能达到货币效用最大化。如果人一生的每个阶段的效用函数都是边际效用递减,并且每一期的消费冲动都是相同的并且可以细分,那么总效用就可视为每一期效用的净现值总和,也只有在这种情况下,这一理论才是可被接受的。生命周期理论还假设,人们会将每一笔不同来源的收入加在一起,计算总的收人。而所有这些假设都讲的是人们"应该"怎么做,是传统的规范性经济学的代表。

如果人是完全理性的,确实应该像生命周期理论假设的那样,实现一生收人效用最大化。遗憾的是在现实生活中,人们的行为并非如此。举例而言,一对双胞胎兄弟,弟弟一生的收入来源主要在年轻时赚取(比如他是一位篮球明星),而哥哥一生的收人来源主要是中年时赚取(比如他是一位律师)。按照生命周期理论所言,弟弟会在年轻时进行储蓄以供中老年时期使用,而哥哥会在年轻时进行借贷,以期先消费后还贷。但事实数据表明,个人的消费量和收人量呈很高的相关性①。研究表明,随着退休后收入的减少,人们的消费也会减少,因为退休前的储蓄并不足以支

① Banks, James; Bundell, Richard; Ranner, Sarah, (1998) "Is there a retirement-savings puzzle?" *American Economic Review. Vol.* 88(4). pp. 769—788 September 1998.

持同过去相同水平的消费。对于现实数据和生命周期理论的出入，很多学者给出了不同的解释。有的认为归因于资本市场的非有效性，有的认为是由于人们的效用函数随着时间变化而变化，等等。但是这些修正的解释力都极其有限，因为不同的观点一般只能解释某一类数据的异常，而且只能用来做事后的解释，没有预测的能力。

基于"心理账户"和另两个行为学的思想，Thaler 和 Shefrin 教授从一个全新的角度来看待这个完全理性的理论。他们认为对这个理论作一定程度的行为学的修正，就能增加该理论对现实的解释力，于是提出了"行为生命周期假说"(behavioral life cycle hypothesis)①。

"行为生命周期假说"最核心的部分是，为原先的理性假说添加了三个重要的行为学变量。

(一)"自我约束"(self-control)变量

传统的经济学家有一个隐性的假设，那就是人们有很强的自我约束力。但事实上对自身施加约束也是一种成本。就拿上面的例子来说，当钱在手时，人们常常没有意志力去遏制自身的消费冲动。这也就是为什么政府需要提出养老金计划，强迫人们将现在的一部分收入延迟消费。

(二)"心理账户"(mental account)变量

很多家庭在消费时将财产归属于不同的心理账户，不同的账户消费倾向不同。研究表明，人们对现金的消费倾向较大，而对房契等财产的消费倾向很小。

(三)"心理定格"(framing)变量

行为学的模型假设人们在作决策时受参考点的影响。比如同样得到一笔数额较大的奖金，一次性得到和将这笔钱按月支取，对人们消费行为的影响不尽相同。依照预期理论我们知道，一大笔奖金相对于现在的收入流来说是一个大的收获，产生的效用很大。而当人们连着几个月得到一笔小额的奖金，就会调高自己的收入预期，因此这些小额的奖金，尽管累计金额和大额奖金相同，但是两者的效用值不同。

---

① Hersh M. Shefrin, Richard H. Thaler (1988) "The behavioral life-cycle hypothesis" *Economic Inquiry* XXW pp. 609—643.

Thaler 运用这一概念曾经和一位 UCLA 的同行倡导了一项“为明天储蓄”(Save More Tomorrow)的计划。这一计划建议员工签订一项合约,承诺在未来薪水增加的时候,将一部分增加的薪水自动存入退休金账户。这一做法正是限制了参考点的上升。参加这一计划的员工能感到自己的收入在缓慢地上升,这种缴纳储蓄的方法比每个月缴纳一定金额来得少些心理的痛苦。事实也证明,当这一计划在芝加哥的一家公司推行一年半之后,员工的储蓄额增至原先的 3 倍[①]!

在对模型进行修正的同时,Thaler 和 Shefrin 还在新模型的基础上提出了关于储蓄等方面的一些推论。比如他们认为,如果没有养老金储蓄计划,人们在退休后的消费肯定会低于同等条件下有养老金储蓄计划的人,因为人们不能像理性模型中所假设的那样,能够按计划为自己留下足够的存款供退休后消费。

“行为生命周期假说”通过指出人不能完全理性地进行“自我约束”这一潜在的问题,试图运用心理账户和心理定格的行为因素,创新性地提出如何通过外部干预来平滑一生的消费。该假说还提出,即使人们有充分选择的权力,也不能自行做出效用最大化的消费、储蓄分配决策,因此养老金等外部干预储蓄计划,对最大化个人一生的货币效用有积极的意义。这一理论不仅有很高的学术价值,而且在对政府制定储蓄补贴等经济政策方面有很大的应用价值。

除了以上介绍的“心理账户”概念和“行为生命周期假说”,Thaler 教授在行为经济和行为金融领域著作等身,例如“一个消费者选择的新理论”[②]和“股票市场反应过度了吗?”[③]等文章,都是行为经济学和行为金融学领域被同行经常引用的经典之作。由于篇幅限制,这里就不一一介绍了。

---

① “Exuberance Is Rational” February 11, 2001, *Sunday New York Times* By Roger Lowenstein.

② Richard H. Thaler (1980) “Toward a positive theory of consumer choice” *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1 pp. 39—60.

③ De Bont, W. Richard H. Thaler (1985) “Does the stock market overreact?” *Journal of Finance*, *July* 1985, pp. 793—805.

2.4　Matthew Rabin

马修·拉宾(Matthew Rabin)早年毕业于麻省理工学院,取得经济学博士学位。在 Kahneman 教授获得本届诺贝尔经济学奖之前,行为经济学领域最有意义的事件要数 2001 年美国经济学会将该学会的最高奖——克拉克奖章(Clark Medal)颁发给伯克利加州大学的 Matthew Rabin 教授了。Matthew Rabin 教授为行为经济学的基础理论做出了开创性的贡献。他曾师从于伯克利加州大学的经济学教授 George Akerlof。

Rabin 教授的主要贡献在于将人的心理行为因素,引入经济学的分析模型。他最为关注的领域是,受自我约束的局限,人们会出现"拖延"(procrastination)和"偏好反转"(preference reversal)等行为,当将这些因素纳入传统经济学分析模型,Rabin 得出了一些有趣的研究结果,和对储蓄、就业等经济领域有益的启示。

2.4.1　自我约束问题(Self-control Problem)

人们普遍存在着"自我约束问题"。比如一位正在减肥的人和朋友一起去吃饭,在去餐厅前和离开餐厅后,他都知道不应该吃他喜欢的巧克力蛋糕,而应该选择小麦面包加蔬菜。但偏偏在点菜的那一瞬间,情不自禁地又点了巧克力蛋糕。在行为经济学中,"自我约束问题"(self-control problems)"双曲线折现模型"(hyperbolic discounting)①、"现期偏好偏向"(present-biased preferences)"即刻满足的偏好"(preference for immediate gratification)等术语都是对上述现象的描述。

尽管"自我约束问题"在心理学研究中已受到广泛的关注,但传统的经济学模型仍然沿用经典的效用假设,那就是人们的偏好是稳定的、不会

① 双曲线函数描述了人们在自我控制中遇到的困难。和新古典经济学中的标准的指数递减贴现率不同,双曲线函数假定随时间范围增加,人们用来比较相邻时间的权衡的贴现率是递减的:人们在评价需要在当时做出牺牲而在未来得到收益的选择时使用的是较高的贴现率,而同样的选择如果被推到较远的将来,人们对它进行评价时使用的是较低的贴现率。可见"双曲线函数"和"自我约束问题"两个概念的实质是相同的。

随时间变化而变化。但随着行为经济学的兴起，已有一小部分从事经济学研究的人员对“自我约束问题”产生兴趣，Rabin 教授就是其中的一位。

Rabin 教授不仅关心“自我约束问题”的存在，而且更进一步研究了人自身在何时能够意识到这个问题的存在①。他认为人存在“自我约束问题”是显而易见的，重要的是当事人是否意识到这一问题。由此他假设，可以根据对“自我约束问题”意识的程度不同，将人们分为三种不同的类型。

1. 成熟型（sophisticated），他们充分意识到自身存在“自我约束问题”，并且倾向于准确地预测将来的行为。

2. 幼稚型（naïve），他们根本没有意识到自身存在的“自我约束问题”，因此会错误地预测自己将来的行为。

3. 偏幼稚型（partially naïve），这类人能够意识到自身的“自我约束问题”，但低估了这一问题所造成的影响。

为更好地描述这三种类型人的行为差异，Rabin 教授对经典的“贴现效用模型”（discounted utility model）做了修正。修正后的模型为：

$$U^t(u_t, u_{t+1}, \cdots, u_T) \equiv u_t + \beta \sum_{\tau=t+1}^{T} \delta^{\tau-t} u_\tau$$

修正后的模型只是比原模型多了一个行为变量 β，除此之外其他各变量的意义不变。其中 U^t 表示未来各期效用（包括即期）贴现到第 t 期的效用总和。u_t 表示在第 t 期的当期效用，变量 δ 是经典模型中的贴现率，它代表着人们的跨时期效用贴现率是恒定的，并且在时间上各期效用按指数递减贴现到即期。金融学上常用的现金值计算模型，就是从经典的“效用折现模型”引申而来的。

模型中的 β 变量，是为了研究“自我约束问题”而新添加进去的，它描述了人们偏好的不稳定性。特别地当 $\beta < 1$ 时，未来的效用对现在而言变得更小，这表示人们对现期的消费偏好（在经过 δ 调整后）仍然大于将来的消费，通俗地说也就是，人们不愿意等待，而希望马上把未来的东西

① Ted O'Donoghue, Matthew Rabin (2001) "Self Awareness and Self Control" to appear as a chapter in "*Now or Later: Economic and Psychological Perspectives on Intertemporal Choice*" edited by Roy Baumeister, George Loewenstein, and Daniel Read, published by Russell Sage Foundation Press.

消费掉的心理。

来看下面的例子，我们把这个模型运用到人们的跨时期决策中，看看偏好反转是如何发生的。假设 Tom 可以选择观看两部电影。Tom 较喜欢的影片 Sleepy Hollow 在第 2 期放映，而他非常喜欢的影片 Ed Wood 在第 3 期放映，这两个选项用数学语言表示如下：

$$\text{Sleepy Hollow: } u_1=0,\ u_2=4,\ \text{和 } u_3=0.$$
$$\text{Ed Wood: } u_1=0,\ u_2=0,\ \text{和 } u_3=6.$$

考虑 $\delta=1$ 且 $\beta=1/2$ 时人们的偏好。在第 1 期，Tom 的效用函数是 $U^1(u_1,u_2,u_3)\equiv u_1+(1/2)u_2+(1/2)u_3$，因此 Tom 更想看影片 Ed Wood 。因为选择该影片的效用值为 $(1/2)6=3$，而影片 Sleepy Hollow 的效用值为 $(1/2)4=2$。

随着时间推移到第 2 期，Tom 的效用函数变为 $U^2(u_2,u_3)\equiv u_2+(1/2)u_3$，因此在这时 Tom 更想看的影片变为了 Sleepy Hollow。因为选择该影片的效用值为 $(1)4=4$，而影片 Ed Wood 的效用值为 $(1/2)6=3$。这个例子很好地描述了 (β,δ) 的组合式是如何导致“自我约束问题”的，尽管在先前一期，Tom 还是有耐心等待，选择自己很喜欢的电影；但当看电影的决策就在眼前的时候，他又无法约束自己，从面做出了次佳的选择。

Rabin 又假设每个人都确实存在着“自我约束的问题”，用 β 表示。但当事人意识到的“自我约束问题”的程度为 $\hat{\beta}$。也就是说人们相信在将来自己会遇到“自我约束问题”程度为 $\hat{\beta}$，怀有这种想法的同时，人们在某一时点做出能使效用最大化的选择，显然选择是由真正的“自我约束问题”程度 β 决定的。在这一框架下，对于三种不同类型的人，β 和 $\hat{\beta}$ 的关系分别为：

经典的稳定偏好假设中 $\beta=\hat{\beta}=1$

成熟型假设中 $\beta=\hat{\beta}<1$

幼稚型假设中 $\beta < \hat{\beta} = 1$

偏幼稚型假设中 $\beta < \hat{\beta} < 1$

将这个分析框架运用到刚才的例子中，看看又有什么新的结论。刚才已经论证的是，在第 1 期选择时 Tom 选择了 Ed Wood，而在第 2 期选择时 Tom 选择了 Sleepy Hollow。但当 Tom 处在第 1 期的时候，他是如何预测自身在第二期的偏好的呢？给定 Tom 意识到的“自我约束问题”的程度为 $\hat{\beta}$，处在第 1 期时，Tom 认为他在第 2 期的效用函数应该是 $\hat{U}^1(u_1, u_2, u_3) = u_2 + \hat{\beta}u_3$。因此如果 $\hat{\beta} < 2/3$，Tom 会认为他在第 2 期会选择 Sleepy Hollow，也就是说他能够准确地预测自身的跨时期选择。但如果 $\hat{\beta} > 2/3$，Tom 认为在第 2 期他会选择 Ed Wood，也就是说他错误地认为自己不会发生偏好反转。$\hat{\beta}$ 值的大小取决于不同的选择环境。

Rabin 进而探讨了不同环境下，模型中系数之间的关系。

当面临的是一项费力的活动时（比如写书、完成某个项目等），即刻的满足就等价于拖延工期，当然这会造成回报的减少。且假设 $\delta = 1, \beta = 0.9$。在这种情况下，幼稚型的决策者往往处境较糟糕。他们对自身的拖延倾向过分乐观，最终在最后一期第 T 期才完成任务，得到最少的报酬。稳定偏好型决策者会在第 1 期完成任务，以取得最大的回报；而成熟型的决策者往往能抵制住拖延的诱惑，在前 3 期内完成任务。

然而，当面临的是一项愉快的活动时（比如看电影、一顿精美的晚餐），即刻的满足等价于马上消费，当然随着时间的推移这项消费的效用是增大的。也就是说人们要在马上消费选择次佳与耐心等待消费更好的选择之间做出权衡。且假设 $\delta = 1, \beta = 0.9$。在这种情况下，成熟型的决策者往往处境更糟糕。相对于稳定偏好型决策者在最后一期 T 期才消费，以及幼稚型决策者在 T-10 期消费，成熟型决策者会选择在即期消费。

在建模和对不同情况下系数关系讨论之后，Rabin 将研究结果和人们在现实生活中的经济选择联系了起来，其中涉及了储蓄、福利等方面的内容。

比如在储蓄活动中，“自我约束问题”可能产生两种行为倾向。

1.“幼稚拖延”(naïve procrastination)，当人们认为在未来他们的效用函数会发生变化时，就会出现这种“幼稚拖延”。他们错误地认为，虽然今天明摆着是这样的，但是明天会有所不同。他们没能意识到明天的自己也将不再是今天的自己，因此当明天到来时，他明摆着也会是拖延。幼稚拖延者错误地认为明天的自己会去储蓄(节食、锻炼、戒烟……)，虽然今天自己并没有这样做。而且他们会惊奇地发现，明天的自己也将和今天一样拖延下去。

2.“成熟提前”(sophisticated preproperate)，当成熟型决策者将消费现有的收入看作是一项愉快的活动时，由于他们对未来的自己有充分的认识。他们对自己说：如果明天我会把今天的储蓄都花光的话，那么为什么我今天还要储蓄呢？于是在没有成本(比如税收优惠)的前提下，成熟型决策者也会拖延储蓄。针对这两种情况，Rabin 教授又分析了不同的储蓄激励政策所带来的不同影响。

对新古典经济学家来说，储蓄的太少或是太多就像非自愿失业一样，是和其基本假定相矛盾的。因为储蓄是个人最大化行为的结果，因此在不考虑外部情况的条件下，它必定是最优的。相反，行为经济学发展出了理论上和实践上的方法，来增进人们对这种时间不一致行为的理解。使得时间不一致行为分析成为可能的关键理论创新是认识到，人们可能在最大化一个和代表“真实利益”的效用函数不一致的效用函数(加入了行为变量的函数)。一旦这一点被接受，“储蓄太少”就成为了有意义的概念。因为人们将马上消费看作是一种满足，这也是一种正效用。

要进一步了解 Rabin 教授在“自我约束问题”方面的行为经济学研究，可以参考他相关的论文，如“选择和拖延”①、“即时满意的经济学分析”②、“激励因循者”③、“现在做还是以后做”④等。除此之外，Rabin 教

① with Ted O'Donoghue, *Quarterly Journal of Economics*, February 2001, pp. 121—160.

② with Ted O'Donoghue, *Journal of Behavioral Decision Making* 13(2), pp. 233—250, 2000.

③ with Ted O'Donoghue, *Quarterly Journal of Economics* 114(3), pp. 769—816, August 1999.

④ with Ted O'Donoghue, *American Economic Review* 89(1), pp. 103—124, March 1999.

授著有许多行为经济学其他方面的论文,如"引人博弈论和经济学的合并公平"①、"第一印象问题:确定偏见的模型"等。拉宾认为追求公平性的心理已在很多市场中起作用,特别是在劳动力市场上。此外,拉宾研究的领域还包括为何有的人会人不敷出,会吸毒成瘾,会三心二意等等,正统经济学根本无法解释人类为何会做出的这些不理性行为。

2.5 Robert J. Shiller

罗伯特·希勒(Robert J. Shiller)教授早年毕业于麻省理工学院获经济学博士学位。现任耶鲁大学 Cowles 经济学研究基金会研究员,同时兼任美国国家经济研究局(NBER)研究员、美国艺术与科学院(American Academy of Arts and Sciences)院士、计量经济学会(Econometric Society)资深会员以及纽约联邦储备银行学术顾问小组成员。

1990 年代后期,美国的股票市场在新经济神话的刺激下呈现出前所未有的繁荣状态。在投资者高涨的投资热情刺激之下,美国股票市场的道·琼斯指数、标准普尔 500 指数以及纳斯达克指数不断创造历史新高。作为一名经济学家,希勒教授以其敏锐的洞察力发现了表面繁荣背后所隐藏的危机。他写就和出版了为他带来卓著声名的《非理性繁荣》一书,解释了人们的非理性心理因素对股市的影响。实际上,在过去 10 年里,希勒一直是行为经济学的前沿人物之一而《非理性繁荣》也许是他对行为经济学的最清晰的解释。

2.5.1 投机性泡沫

金融学中的有效市场模型认为:股票价格是根据风险水平调整过的未来预期收入的现值。也就是说,股票的价格波动和该股票所代表的资产的预期收入的波动,两者应该是一致的。

与上述的观点相悖,凯恩斯在"通论"中就曾提出过股市过度活跃的假定。在凯恩斯的隐喻中"专业投资可能就像报纸竞争一样,在这种竞

① Rabin, M. (1993) *American Economic Review*, 83(5), pp. 1281—1302.

争中竞争者必须选出上百张照片中最漂亮的六个脸蛋，其选择最接近所有竞争者的平均水平的竞争者获得胜利”。因此资本市场过于不稳定，对各种消息过于敏感。

在1980年代早期，Robert Shiller对凯恩斯的过度活跃假定作了一个检验。他推论如果股票价格真的是未来收入的预测值，它们的波动应该小于它们的收入的贴现值本身。Shiller的洞见是一个简单的统计学应用：好的预测应该比被预测的变量本身有更小的方差。用美国100年的股票价格和股息的数据，Shiller比较了趋势平滑后股票价格的方差和趋势平滑后股息的当期贴现值的方差。他研究的结果和凯恩斯的预测是一致的：（趋势平滑后）股票价格的方差比（趋势平滑后）股息贴现值的方差大10倍，这个结果也被更成熟的允许股价和股息当期贴现值波动的检验所支持。股票价格的过度波动性也可由股票真实回报率的高频率变动得到解释，但这种周期变动和大多数的标准古典经济模型不符。在这些模型中真实回报主要是由技术状态和资本劳动比决定的，而在新古典模型中技术和资本—劳动比的变化是缓慢的。

Shiller认为，事实上股价的波动并不是与股息的波动密切联系的。他列举了1929年9月的股市高峰和1932年6月的低谷，根据S&P实际指数，股市下跌81%，而实际股息只下跌了11%。又例如1973年1月股市高峰和1974年12月低谷期间，根据S&P实际指数，股市下跌54%，而实际股息指数下跌了6%，等等。而观察到的实际价格和实际股息的互动现象，Shiller认为股价可能与股息对相同的因素所作出的反应，这些因素可能包括投机性泡沫非理性地影响着价格。总的来说，股价有它自己的规律，它不是简单地随着收益或股息的变动而变动的。

另外，Shiller用一些易得的数据向人们证明了股价也不是由未来收益的信息所决定的，并且世纪末的这场股票牛市，完全是一种非理性的经济泡沫。新千年来临前夕，一次前所未有的飙升使股市达到惊人的高度。道·琼斯工业平均指数1994年初在3 600点附近徘徊，至1999年已经突破了11 000点大关，五年之内翻了两倍多，股市价格总涨幅超过了200%。2000年刚一到来，道指便突破了11 700点。

然而，与此同时，一些基本经济指标并没有增长两倍。美国居民收入

和国内生产总值增长不到30%，而且这些增长几乎一半是由通货膨胀引起的。企业收益增长则不到60%，且是从阶段性萧条开始计算的。因此股价的增长是没有理由的，而且从历史水平来看不会持久。

从历史上看，美国历史上只有三个比较大的牛市，即三个股价持续飞速增长的时期：1920年代的股票牛市，结束于1929年；1950年代和1960年代的牛市，紧接着就是1973年至1974的崩盘；第三次是1982年起至1999年的牛市。

第一次牛市，是收益迅速增长的阶段。在这个阶段，实际S&P综合指数收益率翻了两番，股票的实际价格增长了大约7倍，市场的变化也许被认为是收益变化的反应，尽管这个反映过大了些。

但在第二个牛市的时候，这种价格增长和收益增长之间的联系就不很明显了。大部分价格增长发生在1950年代，从1950年1月到1959年12月，实际S&P综合指数大约增长了3倍。但是S&P实际收益在这十年中仅增长了16%。这一时期，收益水平在历史平均水平之下。从整个经济增长状况来看，50年代的增长水平虽然不如1940年代和1960年代，但比平均水平要略高一些：1950年至1960年实际国民生产总值平均增长水平为3.3%。第三次牛市时，股票实际价格从1982年到1999年一直持续增长，但是收益水平却没有增长，1991年萧条时期的最低收益水平要低于1982年的最低水平，但是S&P实际综合指数增长了2.5倍。所以，这次牛市时期，价格就不能仅仅看做是收益增长的结果了[①]。

基于这些事实，Shiller教授认为，收益增长和价格增长的联系一点也不紧密。即20世纪末美国股价所处于惊人的高位，只是一个投机性的泡沫——由投资者购买行为造成的价格非持续性增长，而不是由真实的价值和基本信息引起的增长。

2.5.2 非理性繁荣的动因

Shiller不仅用事实数据论证了投机性泡沫的存在，进而也研究了过度波动存在的原因。

---

① Robert J. Shiller《非理性繁荣》(中文版)，中国人民大学出版社，2000，第153—154页。

（一）引发性的事件

引发性的事件如：互联网热、网上交易的激增、共同基金的发展，虽然这些事件与股票的价格波动没有直接关系，但同样是影响股市行为的因素。另外牛市的出现伴随着实用主义价值观的显著高涨。1980 年代末 1990 年代初的裁员，鼓励工人掌握自己的命运，减少对雇主的依赖，使自己实际上成为经济实体，而非一个庞大的经济组织的一部分。再就是二战后生育高峰，导致世纪末出现一个数量巨大的年龄介于 35 岁至 55 岁之间的人群。人们认为，生育高峰代表了今日股市中一股重要的力量源泉，而且人们相信这股力量在近期内不会减弱。加之媒体对财经新闻的大量报道，分析师愈益乐观的预测都推动着股市的繁荣发展。

（二）反馈性的机制

上述的原因引发了经济的繁荣景象，而反馈性的机制又会将这些因素的作用放大：当看到过去的价格增长，个人投资者会进行数学计算以调整自己的信心和期望。在牛市的一个显著特征是，投资者对股市持有很高的信心。1999 年 Shiller 通过邮寄的方式对一些富有的个人进行了随机抽样的问卷调查。调查表明，受访问者中 96% 的人都相信，从长远角度来说，股票是最好的投资。而在过去，很多人认为房地产（1970、1980 年代）或政府债券是最好的投资。这样最初的价格上涨，导致了更高的价格上扬，因为通过投资者需求的增加，最初价格上涨增长的结果又反馈到了更高的价格中。第二轮的价格上涨增长又反馈到第三轮，然后反馈到第四轮，以此类推。因此催化因素的最初作用被放大，产生了远比其本身所能形成的大得多的价格上涨。

（三）“新时代”的经济思想

进一步加强投机性泡沫结构的因素还包括“新时代”的经济思想。用新时代来描述经济的做法出现在 1990 年代股市取得惊人发展之后，并且所有与新时代有关的说法都具有股市的色彩。传统观点将股市看作是对新时代理论的反映。事实上，由于记者们争先恐后地为股市价格涨跌做出解释，看起来更像是股市创造了新时代理论。1990 年代用新时代理论解释市场现状的学者迈克·曼德尔在 1996 年《商业周刊》上名为《新经济的胜利》的文章中列举了市场并未疯狂的 5 条理由：全球化的发展，

高新技术产业的繁荣,低通货膨胀率,利率的降低和收益的迅速增长。这些美好的描述使人们对股票价格的进一步上扬充满信心。

(四)"心理依托"和"从众行为"

最后,Shiller 探究了股市中投资者的心理因素对投机性泡沫产生的影响。这种心理影响包括"心理依托"和"从众行为"。

1. 事实上股市并没有得到基本面的依托。人们甚至对股市的"正常"水平一无所知。严谨的心理学研究显示,的确存在一些充当股市依托的人类行为模式,如果股市完全是理性的,这些因素就不会被发现。这些行为模式并不是人们无知的结果,而是人类智慧的产物,反映了它的长处和局限。投资者总是努力去做正确的事情,但是当无法把握自己行为的准确性时,有限的能力和特定的行为模式就会决定他们的行为。

Shiller 着重研究了两种依托:数量依托和道德依托。

(1) 数量依托是指,它给出股市应该达到的水平,人们以之为标准来衡量股市是定价过高还是过低以及是否应该买进。在判断股票的价格水平时,最可能的数量依托就是记忆中离现在最近的价格,因此使股价日复一日地趋同。其他数量依托有过去的股价,这一点也就成为股价发展势头会被逆转的原因之一。另外还有道·琼斯股指在 1999 年达到的顶峰和当时的整体水平,投资者对这种数量依托的使用会有助于解释非同寻常的行为。

(2) 道德依托是指,它决定促使人们购买股票的原因,人们应该购买股票还是将已投入(或能投入)股市的财富转向其他用途。根据数量依托,用数字衡量价格,即确定股票(或其他资产)是否定价正确。根据道德依托,将主张投资于股市的情感或直觉力量与他们的财富和当前的消费需求相权衡。这种道德依托的根源在于心理学原理,即导致人们行为的大部分想法并不是数量型的,即人们不是用概率或可能性去思考,而是以讲故事和找原因的形式出现的(参见 4.1 节)。这就是为什么,在道德依托的例子中,人们实在将毫无数量基础的股市与所观察到的可用于消费的金融财富数量相比较。

2. 从众行为。一项针对人类社会进行的基础观察得出这样的结论:定期进行沟通交流的人的想法会很相像。如果成百万的投资人都真的彼

此独立，那么任何错误想法所造成的后果就会相互抵消，也就不会对价格产生什么影响。如果大多数人的想法是非理性的或并不是那么机械，而且这些想法又都相似的话，那么他们就足以成为股市兴衰的原因了。处于相同时期的人们会做出相似的判断，部分原因是由于他们是在对相同的信息做出反应。但不可否认，人们认为“当大部分人都做出相同判断时，那么差不多可以肯定，他们是正确的”。因此基于社会的选择性每个人与他周围的其他人会关注相同的事物。注意力的社会基础是，认识到某些信息的重要性的个人能够引发团体中其他成员的关注，并且能产生一致的世界观和信息集合。同时注意力的社会成分并未充分完善的运作，它可能导致整个群体犯相同的错误①。

在 Shiller 的眼里，有一种叫做“时代风尚”（zeigtgeist）的东西，它能在市场上掀起狂澜。“时代风尚”，这个歌德发明的单词，在 Shiller 看来对市场起了巨大的支配作用。即使在信息极对称的情况下，人们仍旧很难做出理性判断，经济学家可以有力地论述为什么股票市场被高估了，人们会从内心深处感到这样的分析是正确的，但没有人会改变自己的行为。从众行为的力量会驱赶人们继续做别人都在做的事情，如果这种基本力量是乐观或贪婪，市场就会持续繁荣。

Shiller 教授对以上所有的因素都给予了详实的数据和例证，从催化因素到反馈环的强化机制，从新时代理论到市场投资者的基本心理因素，这一切构成了 Shiller 教授对投机性泡沫理论产生原因的精辟分析。

Shiller 教授的理论预言了 2000 年初美国的大股灾。2000 年 3 月初，道·琼斯指数在短短几周之内由历史最高点记录 11 700 点下跌了近 20%，同时纳斯达克指数也遭受了重创。金融市场鲜活的案例，向我们讲述了行为金融学最生动的一课。

2.6　Andrei Shleifer

安德瑞·西勒弗（Andrei Shleifer）于 1982 年获得哈佛大学数学专业

① Robert J. Shiller《非理性繁荣》，中国人民大学出版社，2000，第 115，118，140 页。

学士学位,1986 年获得 MIT 经济学博士学位,现年 42 岁。现任哈佛大学经济学教授。Shleifer 由于在公司财务(包括公司治理,法学和金融)、金融市场(关于市场有效性的讨论)和过渡经济学三个领域的贡献而荣获 1999 年克拉克奖。这一荣誉是由美国经济学会专为 40 岁以下的杰出经济学家而设立的。

在 Shleifer 所涉及的三个领域中,最有影响的要数他关于金融市场领域的研究。Shleifer 教授是一位积极挑战有效市场的行为经济学家。Shleifer 教授认为,要想挑战有效市场假说必须论证以下两点:

1. 要论证"噪声交易者"(noise traders)的存在。所谓噪声交易者是指,那些不是根据期望收益和风险来买卖资产的交易者,也指那些对受益和风险做出非理性预期的交易者。

2. 要论证存在"套利限制"(limited arbitrage)。因为只有存在套利的限制,噪声交易者对市场价格的影响,才不会被其他的交易者的投机行为所完全抵消。这一分析方法为我们理解 Shleifer 的研究提供了有益的指引。

在与 Brad DeLong, Lawrence Summers 和 Robert Waldmann 合作的一篇题为"金融市场中的噪声交易者风险"[①]的论文中,Shleifer 构造了一个结合了"噪声交易者"和"套利限制"双因素的资产定价模型。

2.6.1 噪声交易者

根据假设,噪声交易者的交易需求与预期受益不相关,因此在模型中 Shleifer 将噪声交易者的交易需求视作空噪声;而其他投资者被假设为风险规避型的效用最大追求者,并假设他们能做出理性的预期。

在这些假设下,资产的价格与资产的基本价值会有显著的差别。而且资产的价值会显示出向均数复归的现象:即当资产的实际价格高于其基本价值时,平均而言后一期的价格会下降;反之亦然,当资产的实际价格低于其基本价值时,平均而言后一期的价格会升高。

---

① "Noise Trader Risk in Financial Markets" (with J. Bradford De Long, Lawrence Summers, and Robert Waldman), Journal of Political Economy, August 1990, 98, pp. 703—738.

Shliefer 试着将这个理论模型运用到"封闭式基金之迷"的解释中去。"封闭式基金"是一种发行一定数量,可以通过证券交易所进行转让交易的公共基金。人们可能会认为这些基金股的价值将总是能够反映潜在的证券价值,但事实并非如此。封闭式基金通常(但也不完全是)会被折现售卖。在"投资者感情和封闭基金之谜"①一文中,Shliefer 等人论证了税收、代理、流动性偏好等因素都不能解释这个现象。而事实上最有希望的解释,是将噪音交易和套利限制双因素相结合。他进一步论证说,与股票主要由基金持有不同,"封闭式基金"主要是由个人投资者拥有并交易,因此"封闭式基金"更容易受到"空噪音"的影响。而且其他投资者的套利也并非是无成本、无风险的。从基金的接管到资产的出售要经过繁复的过程。总而言之,套利并不能有效地去除噪音交易者造成的影响。因此,"封闭式基金"的折现销售并不是一个令人迷惑的现象了,噪音交易使得"封闭式基金"比其所包含的资产风险更大。折现销售的现象反映了这样一个事实。

这篇论文还提出了一个非常妙的理论检验方法。此理论假设噪音交易产生的主要原因,是个体投资者受感情因素影响而产生的投资决策变化,基于此假设,当"封闭式基金"的折价与实际价格差距变大时,理论上可得出那些被个人投资者所持有的股票绩效欠佳。考虑到小盘股更多的为个人投资者所持有,Shleifer 将股票依照股本总额大小排序,并通过实证数据论证了,当小盘股绩效较差的时候,"封闭式基金"的折价率也越高。

在 Clarendon 的讲座中,Shleifer 回顾了金融领域的许许多多不能用理性选择所解释的"异常现象"(anomaly),并将这些现象大致分为两大类。

(一) 反应不足(underreaction)

第一类是市场价格对信息的"反应不足"。即表现为股票、证券等的价格变化没能瞬时反映公布的信息,而要经过几周甚至几个月的调整,才

① "Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle"(with Charles Lee and Richard Thaler), Journal of Finance, March 1991, pp. 46—1,75—109

能对这些信息做出充分反映。这也就表明价格的初始上扬，平均而言会跟随着可预见到的进一步价格上升。

（二）反应过度（overreaction）

第二类是市场价格对信息的“过度反应”。一组对公司有利的信息常常会导致相应的股票被高估。当这种高估现象逐渐消失，这一股票的回报率会下降。尽管原先的“噪音交易者”模型识别出了导致市场偏离有效市场的基本原因，这个模型要想透彻地解释金融市场的真实行为还显得过于粗糙。于是 Shleifer 在原有模型的基础上又作了以下两方面的发展。

在“正反馈投资策略和不稳定的理性投机”[①]一文中，Shleifer 对原来的模型进行了拓展，探求原模型中被视为“空噪声”的非理性“噪音交易者”的行为是否具有一定的规律性。研究者从“噪音交易者”对过去收益状况的反应（这一行为因素）入手，创建了一个正反馈的机制，即上期的收益会对即期的需求产生正反馈。换而言之，正反馈模型描述的是这样一个现象，当某一股票价格稍有上涨时，会有大批的投资者跟进，从而促使股价一路上扬；反之亦然。

这一理论上的拓展事实上解释了以下两个现象：

1. 短期内股票价格波动，在时间序列上呈现正相关——因为当股票价格稍有上涨时，市场上的“噪音交易者”会买进，导致市场的需求量和价格都会追涨。

2. 长期内股票价格波动时间序列上的负相关——这是由于一段时期后，股票的价格又回归于其实际价值。

这一研究有力地证明了市场的价格并非是“随机游走”的。但从某种意义上而言，这项研究的解释力似乎是太宽泛了，因为几乎金融市场上的任何价格行为，都可以看做由上述“噪音交易者”所造成的。

因此 Shleifer 又着手寻找其他解释，并将注意力集中到心理因素。在

---

① Andrie Shleifer, J. Bradford De Long, Lawrence Summers, and Robert Waldman “Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation”, *Journal of Finance* June 1990, 45, pp. 379—395.

“投资者情感模型”①一文中，Shleifer 试图从可观察到的资产回报波动数据中，寻找与理性预期相违背的行为学解释。通过对一系列相关的心理学研究结果的检索，Shleifer 发现投资者受心理因素的影响，错误地将世界视作两个维度的交互。尽管投资收益在时间上的轨迹应该是随机游走，但投资者在对收益的预期进行判断时，会分为以下两个维度：第一个维度是“均值回归”，第二个维度是“趋势效应”。这种决策方式很自然地会导致“反应不足”和“过度反应”。

当投资者认为收益是“均值回归”的时候，那些被“低估的”（undervalued）股票是指市场价格低于真实价值的股票—价格的初始上扬会被投资者视作一个偏离平均收益的“异常点”。因此一个正的信息冲击不会使投资者过分偏离原先的投资决策，这就会造成“反应不足”；然而当一串正的信息冲击不断强化，最终使投资者落入“效应趋势”这一维度的时候，价格在上升过程中会产生“惯性”，即在价格已充分反映了资产价值的时候，因投资者认为价格上升的趋势会持续，而导致价格上升到高于资产真实价值的水平，这就会引发“过度反应”。

当然这篇文章还仅是对行为金融学的探索性研究。从 Shleifer 一系列的研究中我们可以发现，要将非理性行为因素融入金融模型，是一项非常艰巨的工作。而在将行为学和金融学进行融合的过程中，Shleifer 做出了卓越的贡献。

2.6.2　套利限制

除了在“噪音交易者”方面的研究，Shleifer 在“套利限制”领域也有不少理论和实证方面的研究。其中有 3 篇论文最为著名，它们是“股票下跌的需求曲线?”、“套利交易的限制”和“清算价值和借债能力：市场平衡研究”。

标准普尔指数中的某个股票如果要被去除，曾经一度需要有一个新的股票被选入，以维持组合总数为 500 只股票不变。对于新选入的股票，

① Andrie Shleifer, Nicholas Barberis, Robert Vishny, “A Model of Investor Sentiment”, Journal of Financial Economics, 1998, pp. 307—343.

无论是选择的标准，还是此股票所代表的公司状况，所有的相关信息都是公开的。然而每当有新的股票被归入标准普尔指数，都会导致指数基金（指数基金这里是指，试图同标准普尔指数的表现相匹配的共同基金）大量购入此种股票。换而言之，将新股票纳入指数这一事件，就如同一个巨大的正向噪音交易冲击：在这一事件出现前后，信息完全相同的情况下，需求骤然上升。在 Shleifer 早期一篇较有影响的文章“股票下跌的需求曲线?”中[①]，他证明了“新股票纳入指数”确实会对这只股票的价格产生很大的影响。而且这种需求变化导致的价格上升，并没有被套利行为消除掉。对于这一已经持续多年的现象，人们可能会预期，随着套利行为的增多，这类股票的价格会下降。但有意思的是，与预期的相反，这种现象是越来越显著。

在 1997 年，Shleifer 和 Rob Vishny 发表的一篇题为“套利交易的限制”[②]的论文，这篇论文是围绕两个主题展开的。第一是融资约束会导致套利者，在最需要资金的时候被迫放弃预期收益高的投资。这时由于套利者（如共同基金）只是资金真正拥有者的代理人，他们两者之间的信息传递是不完全的。第二是套利者放弃投资这一行为本身，会导致这项资产的价格偏离更大。

“套利交易的限制”一文预言了长期管理基金（LTCM）将而临危机，在一年后不幸被言中。在这篇论文中，Shleifer 关注于专业对冲基金所面临的代理问题。假设当套利者（基金公司扮演的角色）选中某一价格偏离价值的股票进行投资，而这一价格偏离在短时间内继续呈现加大的趋势。这时有两个推论：

（1）现在更大的价格偏差会导致将来更大的预期收益；

（2）即期价格偏离的加大，也同时导致了更大的现期损失，至少是账面上的损失。

这时对于基金公司外在的投资者和债权人来说，由于他们并不清楚

---

① Andrie Shleifer “Do Demand Curves for Stocks Slope Down?”, *Journal of Finance*, July 1986, 41, pp. 579—590.

② Andrie Shleifer, Robert Vishny “The Limits of Arbitrage”, *Journal of Finance*, March 1997, 52, pp. 35—55.

对冲基金的投资行为，和可能就在此刻将现金取走，迫使对冲基金马上清算，从而造成损失。而且这一清算行为，很可能会造成那只股票价格的进一步偏离。长期管理基金在此后一年中所遭遇到的问题，证明了 Shleifer 研究的预见性。

在 Shleifer 教授稍早期的一篇题为“清算价值和借债能力：市场平衡研究”[①]的文章中，他就曾提出过以下的观点：即公司大多必须在资产价格最低的时候作出清算，并且清算本身会使资产价格更加贬值。Shleifer 提出公司及其相关的资产价值随着市场环境的变化，会有所波动。在经济情况不佳的环境下，那些有着优良资产的公司可能会面临现金短缺的约束，而资产质量欠佳却拥有一定现金的公司便成为仅有的买者，前者为了得到现金会低估资产，将其快速变现。自这篇论文之后，出现了许多关于公司资金流动约束，和资产价格偏离价值的相关研究。

对行为金融学感兴趣的读者可以参阅 Shleifer 的专著《低效市场：行为金融学导论》，这本演讲完美地概括了 Shleifer 在金融市场领域的研究工作。

2.7　George A. Akerlof

乔治·阿克洛夫(George A. Akerlof)在 1962 年于耶鲁大学文学本科毕业，1966 获得 MIT 经济学博士学位。随后到加州大学 Berkeley 分校任教。Akerlof 教授因关于旧车市场的“信息不对称理论”的研究而获得 2001 年诺贝尔经济学奖。有意思的是 Akerlof 教授在诺贝尔奖的授奖仪式上发表的演讲的题目是《行为宏观经济学和宏观经济行为》，近几年，Akerlof 教授在行为经济学领域中非常活跃。

2.7.1　信息不对称下的市场行为

Akerlof 教授在 1970 年发表的一篇论文现在被公认为是信息经济学

① Andrie Shleifer, Robert Vishny “Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach” *Journal of Finance*, September 1992, 47, pp. 1343—1366.

文献中最重要的开创性论文“柠檬市场:质量不确定和市场机制”。然而文章的题目看上去很不起眼,直译“柠檬市场”,意译“次品市场”。在英文中,“次品”俗称“柠檬”,与优品“李子”相对应。Akerlof 在完成该文后向经济学期刊投稿,连续被四五家杂志拒绝,包括美国经济学会的《美国经济评论》、芝加哥大学的《政治经济学期刊》、欧洲的《经济研究评论》等一流经济学杂志。最后,几经周折后终于在哈佛大学的《经济学季刊》上发表,立刻引起巨大反响。此事后,《美国经济评论》的编辑部专门指定一名编辑评审那些看上去平凡或奇异、但有可能是开创性的论文。

Akerlof 教授的论文通过对一个简单模型的分析,表达了一个有普遍意义的、深刻的想法。在旧车市场上,卖方往往比买方更清楚车子的质量(新车的质量比较划一,因此不是合适的例子)。好车车主只愿意以较高价成交,而次车车主却愿意以较低价出手。买主知道有一定的概率会买到次车但却难以识别次车,因此愿意出的价格就要打折扣。假如买方无法通过其他办法检查旧车的质量,那么市场的运行就会出现问题。而且一旦市场上的次车比例大到一定程度,这种折扣就足够大,使得好车车主不再愿意把车投入市场。结果,市场上好车退出,而次车横行。可以推知,最后这个市场上卖的全是坏车,到这个市场上来买车的人,基于长期博弈后所形成的预期,实际上也只准备买坏车;而无论是卖车的还是买车的,都会假装是在买卖好车。每一步都充满理性,但结果极度荒谬。

2.7.2 “市场失灵”

上述的简单模型揭示了两层道理。

1. 在信息不对称的情况下,市场的运行可能是无效率的,因为在上述模型中,有买主愿出高价购买好车,但市场这一“看不见的手”并没有把好车从卖主手里转移到买主手中。而按照传统经济学的理论,市场调节下供给和需求是总能在一定价位上满足买卖双方的意愿的。

2. 这种“市场失灵”具有“不利选择”或“逆向选择”(adverse selection)的特征,即市场上只剩下次品,这也就是人们通常所说的“劣币驱良币”。Akerlof 的理论让我们理解这一结果的根源是信息不对称。这一结果很重要,因为按照我们通常的思路,市场的竞争机制应导出相反的结

论，即“良币驱劣币”。可见，引入信息不对称会深刻地改变我们分析问题的角度并改变很多“常识性”的结论。

由于信息不对称在市场中是普遍存在的，Akerlof 的以上分析具有普遍意义。他讲的故事虽然是旧车市场，但也可以换成烟、酒市场，也能解释为什么假冒伪劣产品充斥这些市场。他的分析还可以用在其他领域。比如，用他的理论可以解释为什么发展中国家的一些民间信贷市场上利率奇高无比，原因也是“劣币驱良币”，即风险大的借款人驱逐了风险小的借款人，同时使得利率调到高位，以抵消高风险带来的成本。

同样的荒谬也可以发生在证券市场上。由于信息高度不对称，投资者跟买旧车主分不清好车次车一样，难以辨别公司业绩的真假。所以，如果投资者预期上市公司造假的比例大到一定程度，旧车市场上发生的故事亦将重演。结果，市场上不做假的好公司退出，而造假公司横行。正因存在这种风险，对于证券市场信息透明化的要求才会如此之严，惟其如此，才能有效地消除上市公司（卖方）与投资者（买方）在公司真实情况上的信息不对称；也正是因为存在这种风险，一旦发现骗子则须严刑峻法。证券市场的两大柱石：“信息透明及严厉监管”，于是从信息经济学那里获得论证。

另外如保险市场、借贷市场、劳动力市场中，买卖者之间的非对称信息并不容易解决，而且造成了严重的市场失效。例如，老年人不容易买到保险，小公司的贷款受到限制。同时在劳动力市场中的“少数者”会受到统计歧视，因为人们总是被归入根据可观察的特征确定的各种类型中。借贷市场失效是失业的主要原因。即使在声誉和重复交易克服了不对称信息的地方，这些惯例也影响了市场的结构。

要了解不对称信息的根源，知道那个时代正在进行的一场更加广泛的思想革命是很有用的。在 1960 年代初以前，经济理论家们很少为刻画特殊市场的特殊制度而建立模型。张伯伦的垄断竞争模型和琼·罗宾逊的相似的理论出现在研究生课程甚至一些高年级本科生的课程中。但这些是少之又少的例外。然而在 1960 年代初，随着增长理论家们开始建立有特殊技术特征的模型——如边干边学等，“特殊”模型开始增加。把这些特殊因素纳入模型中并未损害原有的价格理论，但是它们播下了即将

到来的革命的种子。因此 Akerlof 教授的创新性研究，在 21 世纪初得到了最高经济学奖是当之无愧。Akerlof 研究的是信息不对称情况下的决策，也可看成是一种不确定性条件下的决策，从这点来看和行为经济学家们讨论的问题的前提有许多共同之处。

近年 Akerlof 教授的研究兴趣转向行为宏观经济学的研究，他关于劳动力市场、货币政策、自然失业率等领域的行为宏观经济学研究，具有很高的学术价值和应用价值。我们将在第三章“行为经济学的延伸”中对此内容加以介绍。

2.8 Christopher K. Hsee

传统经济学家对行为经济学的主要批判在于，人类行为是千差万别的，如果关注那么琐碎的细节，那么经济学的模型将失去其简洁性，从而变得繁琐不堪。这种批评有其可取的一面，那就是增加行为变量，的确会使模型变得更复杂。但另一方面也增强了模型对现实的解释能力。更重要的是，尽管人类的行为有着个体差异，但在很多方面又有着共性。比如 Kahneman 和 Tversky 教授提出的“预期理论”，就找到了一个在不确定的情况下人们如何作决策的普适性的规律。这也正是一部分心理学家所从事的研究。他们凭借所积累的心理学的知识，去观察研究人们行为决策时呈现出的重复性规律。在这大量的心理学研究中，又有一部分研究专门描述人们的行为不理性，这部分研究对行为经济学理论的丰富和发展有着重要的意义。

显然，心理学家和经济学家在行为经济领域扮演着不同的角色。

1. 他们的研究目的和对象各不相同。心理学家更专注于人们在决策过程中的心理活动，即人们为什么会做出这样的决策或选择？而行为经济学家更关注于非理性决策的规律性，即如果人们总是做出某种偏离理性值的决策，那么就应该将这一行为变量引入相关的经济模型，对原模型进行修正。

2. 从主要使用的研究方法来看，心理学家侧重于实验研究。从简单的实验中寻找人们行为的规律。而行为经济学家则是实验、经济模型研

究并重。他们也做实验，但更重要的是将这些实验的结果运用到模型修正和经济政策中去。

心理学尤其是行为决策的研究，为行为经济学提供了大量的可选择的行为变量，而只有独具慧眼的经济学家才能将这一变量库中的某些成果纳入经济学分析框架，使经济理论能够更好地描述现实的经济生活。所以说尽管心理学家和经济学家在行为经济学领域有一定的分工，但两个领域的专家都对行为经济学的发展起着举足轻重的推动作用。

在 Kahneman 和 Tversky 之后，对行为经济学领域有较大影响的心理学家还有：Norbert Schwarz 教授，Christopher K. Hsee（奚恺元）教授等等。下面我们将着重对其中一位教授（奚恺元）的研究作概要性的介绍。

2.8.1　衡量能力

“衡量能力”（evaluability）概念——解开了“共同判断（joint evaluation，JE）和分别判断（separate evaluation，SV）效用反转”之谜的钥匙。

奚恺元教授 1963 年出生于上海，早年随父母移民美国，1993 年获得耶鲁大学心理学博士学位，在博士期间师从于耶鲁大学著名心理学家 Robert Abelson 教授，也就是最早提出“情商”（EQ）概念的学者。毕业后受聘于芝加哥大学商学院。由于有着相似的研究方向，奚教授和 Kahneman 等心理学家建立了长期的友谊；同时芝加哥大学雄厚的经济学背景，又为奚教授提供了与 Thaler 等经济学家经常交流的机会。正是这些外因和内因促成了奚教授成为了行为科学领域最杰出的华裔学者。

在理性假设下的传统经济学认为，当两样物品有着相似的质量时，其中一件物品某一项指标更占优势，人们会认为这件物品的价值更高（“优势原则”）。例如两个比萨饼，如果配料和口味等方面都相同，只不过一个比另外一个大一些，那么根据传统经济学的理论，人们肯定会愿意为大的比萨支付更多的钱，起码为大比萨饼支付的钱不会比为小比萨饼支付的钱少。但是奚教授认为，人们在现实生活中做决策的时候，并不是、也不可能通过逐个比较来估计某件商品的真实价值，而是用某种容易评价的线索来进行决策的，这就是“衡量能力”概念的形象表述。

“衡量能力假说”（evaluability hypothesis）的正规描述如下：当两个被

选择的物品 A 和 B 都具备一个较难衡量的特性(hard-to-evaluate attribute, HA)和一个较容易衡量的特性(easy-to-evaluate attribute, EA)时,且 A 的 HA 特性比 B 好,但 EA 特性比 B 差。那么在共同判断的时候(JE),人们受 HA 影响更大,因此会选择 A;但在分别判断的时候(SE),人们受 EA 影响更大,因此会认为 B 更有价值[①]。

2.8.2 两个相关的著名实验

为了更好地理解这一概念,让我们来看下面两个实验。

假定有两杯哈根达斯冰淇淋(见图 2.4),

一杯冰淇淋 A 有 7 盎司,装在 5 盎司的杯子里面,看起来满满的;

另外一杯冰淇淋 B 是 8 盎司,但是装在 10 盎司的杯子里,所以看起来冰淇淋装得不满。

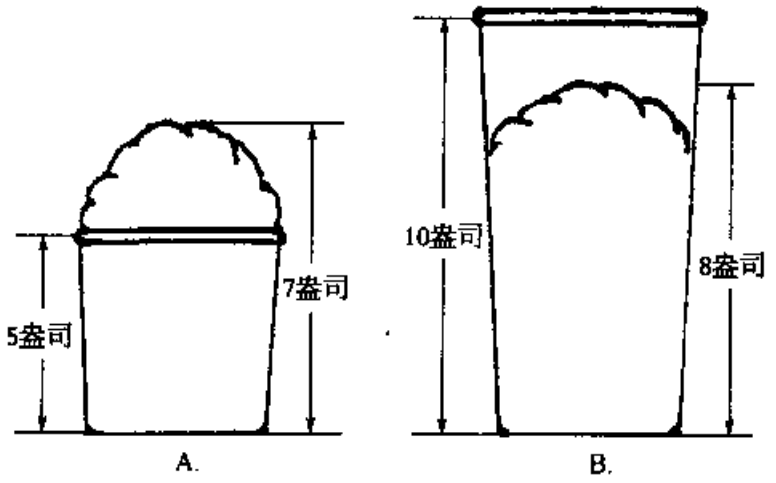


图 2.4 "共同判断"和"分别判断"之冰淇淋选择

客观来讲,哪一杯冰淇淋更好呢?按照传统经济学的理论,如果说人们喜欢冰淇淋,那么 8 盎司的冰淇淋比 7 盎司的多,如果人们喜欢杯子,那么 10 盎司的杯子比 5 盎司的杯子大,所以不管从哪个角度来说,传统

① Christopher K. Hsee (1996) "The Evaluability Hypothesis: An Explanation for Preference Reversals between Joint and Separate Evaluations of Alternatives" *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 67, No. 3, pp. 247—257.

经济学都认为人们愿意为冰淇淋 B 支付更多的钱。

但是实验表明，在分别判断（SE）的情况下（也就是让第一组人对 7 盎司冰淇淋评估，让第二组人对 8 盎司的冰淇淋评估），人们反而愿意为 7 盎司的冰淇淋多付钱。实验结果是，人们愿意花平均 2.26 美元买冰淇淋 A，却只愿意用平均 1.66 美元买冰淇淋 B。这就是说，如果这两杯冰淇淋都标价 2 美元，那么人们情愿选择冰淇淋 A。这是为什么呢？

原因在于，冰淇淋的多与少是一个较难判断的特性（HA），只有在共同判断时人们才会发现 7 盎司的冰淇淋比 8 盎司的要少，所以当两者放在一起判断的时候（JE），人们会为 8 盎司的冰淇淋出更高的价格。而冰淇淋到底满不满，是一个容易判断的特性（EA）。在分别判断的时候（SE）这一特性占主导，人们会为 7 盎司的冰淇淋出高价，因为它看起来很多。

在这个实验中，人们就是根据冰淇淋到底满还是不满来决定给不同的冰淇淋支付多少钱。这种行为导致的一个结果就是，人们有可能愿意为一个次等选择的物品花费更多的钱。

下面要介绍的这个关于餐具的实验曾经被 Kahneman 教授在诺贝尔获奖致辞演说中引用。实验设计如下：

将参加实验者分为两组，

第一组：假如在一家家具店清仓甩卖时，你想买一套餐具。这套餐具有 24 件，每件都是完好的（餐具的详细描述见表2.1A）。你愿意为这套餐具支付多少钱呢？

第二组：假如在一家家具店清仓甩卖时，你想买一套餐具。这套餐具有 40 件，其中 31 件是完好的，9 件已经破损了（餐具的详细描述见表 2.1B）。你愿意为这套餐具支付多少钱呢？

实验发现，在分别判断的情况下（第一组人对 A 套餐具作评价，第二组人对 B 套餐具作评价），人们愿意为第一套餐具支付 33 美元，却只愿意为第二套餐具支付 24 美元。这个结果再次违反了传统经济学的“优势原则”。因为第二套餐具比第一套多出了 6 个好的杯子和 1 个好的茶

托,人们愿意支付的钱反而少了。

表 2.1 "共同判断"和"分别判断"之餐具选择

A 套餐具(包括 24 个餐具)	B 套餐具(包括 40 个餐具)
8 个菜碟:全部完好	8 个菜碟:全部完好
8 个汤碗:全部完好	8 个汤碗:全部完好
8 个点心碟:全部完好	8 个点心碟:全部完好
	8 个杯子:2 个已碎
	8 个茶托:7 个已碎
实验结果:在分别判断的情况下,人们愿意为这套餐具支付的价格:	
A 套餐具:33 美元	B 套餐具:24 美元

这个例子也说明,餐具有多少件破损的绝对量,在不能互相比较的情况下是很难判断的,但一套餐具中破损的相对值是很容易判断的,因此在分别判断的情况下(SE),人们受容易判断的特性(EA)的影响,会对 EA 特性较好的物品做出较高的评价。也就是 A 套餐具尽管绝对完好的餐具数量少,但相对完好的是 100%,人们在没有比较的情况下愿意为 A 套餐具支付更高的价格。

"衡量能力"的概念不仅很好地解释了在 JE 和 SE 中人们常见的偏好反转现象,在实际的经济决策、聘任员工和政策制定方面,也给予决策者以启示。

例如在下面这则"经济援助"的实验中,我们会发现这个理论更大的应用价值。同样将实验者分为两组。

假设一个太平洋上的小岛遭受台风侵袭,联合国需要决定到底给这个小岛支援多少钱。

第一组:这个小岛上面有 1 000 户居民,90% 居民的房屋都被台风摧毁了。那么如果你是联合国官员,你认为联合国应该支援多少钱呢?

第二组:这个小岛上有 18 000 户居民,其中有 10% 居民的房子被摧毁。那么如果你是联合国官员,你认为联合国应该支援多少钱呢?

从客观的角度来讲，后面一种情况下的损失更大。但是调查的结果显示，人们觉得在前面一种情况下，联合国需要支援1 500万美元，但是在后面一种情况下，人们觉得联合国只需要支援1 000万美元（见表2.2）。

表2.2　“共同判断”和“分别判断”之财政援助

岛A	岛B
有1 000户居民	有18 000户居民
90%居民的房子被毁	10%居民的房子被毁
人们觉得联合国应该支援的金额：	
岛A：1 500万美元	岛B：1 000万美元

实验结果再一次说明，具体900户居民和1 800户居民，如果不能互相比较，人们很难知道900户和1 800户是多是少，但是百分比这个信息即使不比较，人们也很容易地知道90%较多，10%较少。如果决策者不了解“衡量能力”这个概念，那么很可能会做出不完全理性的决策。

上面的实验都说明，在分别判断的情况下，人们会低估绝对数量大的事物的价值。我们完全可以利用这个引论，反其道而行之，就能得到一些事半功倍的经验。比如在日常生活中，人们可以通过比较来选择自己满意的商品，但是消费过程却是一个独立的过程。当我们希望送朋友一样较贵重的礼物的时候，在500元的羊绒围巾和600元的大衣之间，应该挑选哪一项呢？想想冰淇淋的实验吧！500元的围巾在人们心目中是围巾中的高档品，它就像在实验里面那杯比较少但装得比较满的冰淇淋；而600块的大衣只是大衣中的中低档品，就好像是那杯比较多但装得不太满的冰淇淋。所以送600元的大衣，尽管多花了100元，但效果未必比500元的羊绒围巾好。因此“衡量能力”概念又为我们提供了一条送礼之道：一件礼物绝对价值的高低并不十分重要，重要的是，这件礼物在它所属的类别里面的相对价格。在一个不太昂贵的礼物类别中选择一个比较贵的礼物，要比在一个比较昂贵的礼物类别里选一个比较便宜的礼物更能使收礼者感到高兴。

奚教授的研究主要集中在个人行为决策和选择领域。奚教授除了提

出"衡量能力"这一学术影响颇大的概念之外,还有"灵活理由"(elastic justification)①、"介质最大化"(media maximization)②等创新性的研究也很受学术界的瞩目。而且我们可以清晰地发现,奚教授几乎所有的研究都是围绕着如何最大化人们的效用这个主题展开的。因此奚教授也戏称自己是 Kahneman 教授所竭力提倡的"快乐学"(Hedonics)研究阵营的主力军。

① Chris. Hsee (1995) "Elastic justification in decision making: How tempting yet task-irrelevant factors influence decisions?" *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 62; pp. 330—337. Maurice E. Schweitzer, Christopher K. Hsee (2002) "Stretching the Truth: Elastic Justification and Motivated Communication of Uncertain Information" Volume 25 Issue 2 *Journal of Risk and Uncertainty* pp. 185—201.

② Chris. Hsee, Yu, F., Zhang, J. (2002) "Medium Maximization" *Journal of Consumer Research* forthcoming.

第三章　行为经济学的延伸

在对行为经济学的起源和发展进行梳理之后，在本章将就行为经济学在宏观经济、微观领域等方面的实际应用延伸，进行介绍和探讨。

3.1　宏观经济

行为经济学在宏观经济领域已有广泛的应用。许多宏观经济学的概念，都含有心理学的意味。比如经济学家已普遍接受了价格和名义工资“刚性”的假设，这一假设对宏观经济学理论有很深远的影响。但是对“刚性”产生的原因，传统经济学家们并没有作进一步的研究。行为经济学家对此做出了解释：消费者和工人“对损失的感受强于收获”的心理会导致价格和名义工资“刚性”。

3.1.1　储蓄

调控一个国家的储蓄率，一直是一个吸引学者关注的宏观经济问题。行为经济学家通过研究人们的消费、储蓄心理，可以为政府在如何制定刺激消费，或鼓励储蓄的政策方面提供有益的启示。

就拿“心理账户”（Mental Account）[①]这个概念来说，利用人们会将收入依据其不同的来源，归入不同的“心理账户”（Mental Account）这样的心理，不同的政策执行会有截然不同的结果。比如一个政府如果想通过减少税收的方式刺激消费，可以有两个做法，一个是减税，即降低税收水平，另外一个是退税，就是一段时间以后返还纳税人一部分税金。这两个做法从纯理性的角度来讲没有差别，减收5%和返还5%的税金是一样的。但是减税和退税在刺激消费上的作用却非常不同。人们觉得减收的

① Thaler Richard (1999) “Mental accounting matters”, *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, pp. 183—206.

那部分税金是自己本来该得的，自己挣来的，所以增加消费的动力并不大；但是返还的税金对人们来说就如同一笔意外之财，这时人们才有可能增加更多的消费。如果一个政府不明白这个道理，很有可能减少了财政收人，却起不到刺激消费的作用。

刺激消费的另一面就是储蓄。行为经济学对如何鼓励居民储蓄也有自己的见解。在美国经济学界有一个很有趣的研究领域，就是分析政府对养老金储蓄的税收补贴（如 IRA[①] 和 401（k）[②]等）项目，对增加储蓄是否有效。在 1980 年代初，IRA 个人退休金账户规定，每户家庭每年税前缴款限额是 2 000 美金。也就是说，如果一户家庭每年原先储蓄额高于 2 000美金，那么这户家庭应该会将这笔储蓄中的 2 000 美金转移到 IRA 个人退休金账户中，以享受税收补贴，而最终一年的储蓄总金额，对比加入 IRA 前与后不应有太大变动。但据跟踪加入 IRA 项目的家庭储蓄数据表明，IRA 账户中的每一元钱似乎都是额外储蓄。换而言之，人们并没有将原先的储蓄金转移到 IRA 账户中，而是专门为 IRA 账户又节省出了一点钱。在 401（k）项目中，人们也有同样的经济行为。行为经济学家认为这正是“心理账户”所起的作用。IRA 和 401（k）项目为参与者增设了一个专为退休金而建的“心理账户”，从暗中协助人们遏制消费冲动，将钱节省下来作为退休储蓄。因为一旦在退休前支取账户中的存款，将受到税金惩罚（即原来的税收补贴被取消）。

有意思的是 IRA 在推行之初，吸收的储户数量并没有达到预期目标。行为经济学家的解释是：人们对近期收益的效用，远远大于对未来、具有同等贴现值的收益的效用，也就是 O' Donoghue 和 Rabin 提出的“双曲线型贴现”（hyperbolic discounting）模型[③]，这一模型指出了传统“指数

① IRA program 就是“Individual Retirement Account”项目。

② 401（k）是指美国的 401（k）养老计划，即根据 1978 年美国国内税法（Internal Revenue Code，ISC）401（k）条款的规定所确立的一种雇主发起养老计划（Employer-sponsored pension plan）。401（k）养老计划自 1978 在美国推出以来，由于其在税收、管理、投资运作等方面的一系列优势而得到了非常迅速的发展，日益成为美国养老计划中一个重要的组成部分。

③ O' Donoghue, Ted and Rabin Matthew, 1999b, “Procrastination in preparing for retirement” in *Behavioral Dimensions of Retirement Economics*, Henry Aaron, editor, The Brookings Institution, 1999.

型贴现"(exponential discounting)模型的不足。"双曲线型贴现"模型能够很好地解释为何IRA吸收的储户不够多,因为在"双曲线"人们的心目中,马上能够到手的15美金的价值,平均而言分别与一个月/一年/十年后的20/50/100美金等值。可见一个月后所得的心理贴现率高达345%/年,一年后的为120%/年,十年后的心理贴现率只有19%/年①。

如果能够降低人们参加储蓄计划的心理成本,就会吸引更多的储户参加到IRA和401(k)项目中来。一项成功地降低心理成本的举措,就是改变"默认选择项"项目。原先大多数公司在新员工加入时,会发给新员工一张邀请函,希望其参加401(k)项目,如果员工有参加的意愿,可以填写一张表格并将其返还给公司。后来有一些公司在程序上作了稍许改动,新员工在加入公司时如果没有特别申请退出401(k)计划,就是默认愿意参加。这一改变大大增加了储蓄率。据对一家公司的跟踪研究表明,在改变"默认选项"项目实施前后参加401(k)计划的人数增加了50%②。

3.1.2　劳动力市场③

新古典经济学家认为非自愿失业是不可能存在的。失业者是那些正在寻找工作(否则他们不是失业,而是非劳动人口)但是拒绝了不能提供使他们满意的工资的工作的人,因为他们期待更高的工资。由于找不到能提供符合自己要求的工资的工作而失业是不尽如人意的,但是受到最低工资规定和工会讨价还价影响的人除外,他们是自愿失业者。在市场出请价格下每个人都能找到工作。在新古典理论中,就业下降的时期即商业周期低潮,可能是由于意外的总需求水平下降造成的。同样的,就业

① 这一实验参见Thaler Richard (1981) "Some empirical evidence on dynamic inconsistency" *Economic Letters*, 8, pp. 201—207.

② Madrian, Bridgitte and Dennis Shea "The power of suggestion: Inertia in 401(k) savings behavior" *University of Chicago mimeo*, February 2000.

③ 以下三小节宏观行为经济的内容根据George A. Akerlof 2001年诺贝尔经济学奖获奖演说"Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior"一文整理,并参考对应的翻译稿"行为宏观经济学及宏观经济行为"一文。

下降也可能是由于负的供给冲击，这造成了劳动者退出劳动市场，放弃可得到的工作。然而任何关于由自愿的工作决策引起的商业周期的描述都遇到了经验上的困难——先于周期的辞职行为是不争的事实。

行为经济学家并不否认非自愿失业的存在，相反他们对此给出了自成一体的解释。1970 到 1980 年代首次出现的效率工资模型使得非自愿失业这一概念有了意义。这些模型假定由于道德、公平、内部力量或非对称信息的存在，雇主有强烈的动机向劳动者支付高于最低水平的工资。这种“效率工资”高于“市场出清”的工资，所以使工作机会受到了限制。一些劳动者因此找不到工作，这些人就是非自愿失业者。

有许多关于同质的工人所得工资的经验研究证明了效率工资是普遍存在的。早在效率工资进入宏观经济学家的视野之前，劳动经济学家就记录了在相同的工作或有相同特征的工人之间收入的广泛差别。看起来确实有“好工作”和“坏工作”之分。好工作和坏工作的存在使得非自愿失业有了意义：失业者愿意接受但是没能得到那些被同等能力的人把持的工作。

但是为什么厂商们会支付在最低限以上的工资呢？就我们看来，心理学和社会学的解释在经验上是最有说服力的。三个要点如下：

（1）互惠（人类学中的礼物交换理论）；

（2）公平（心理学的平衡理论）；

（3）对集体规范的遵循（社会学中的参照群体理论和心理学中的群体信息理论）。

在最早的基于礼物交换理论的“社会学”版本的效率工资理论中，厂商给劳动者高于市场出清水平的工资，劳动者则回报以对公司的忠诚。高于市场出清水平的工资的另一个原因是对公平的考虑：根据心理学的平衡理论，劳动者可能会由于认为他们的工资低于“公平”水平而不积极工作。集体规范通常决定了工人们关于礼物互惠的交换形式以及公平工资的概念。Fehr 和其同事用实验的方法确定了互惠行为和集体准则对工人效率的重要性。Akerlof 教授最喜欢的效率工资模型是内部人—外部人模型。其中内部人阻止公司以低于现行工资的市场出清工资雇用外部劳动者。一个暗含的假设是内部人有能力破坏公司雇用外部劳动力的

努力。Donald Roy 的一份细致的关于伊利诺斯机动船厂的研究也许反映了这种行为的发生机制。内部人针对外部人的串谋是许多公司支付高于市场出清水平工资的原因。

另一个版本的基于非对称信息的效率工资模型把高于市场出清工资看作是纪律工具。在夏皮罗·斯蒂格利茨模型中,公司支付"高"工资来减少员工的偷懒行为。然而当所有公司都支付"高于平均水平"的工资时,平均工资提高了,使得失业出现。失业作为一种纪律工具起作用,因为工作不努力而被炒鱿鱼的工人只有在过一段时间之后才可能找得到工作。

工人纪律模型比基于社会学和心理学的模型更符合经济学的标准逻辑。但是心理学和社会学模型,虽然依赖于标准经济学分析之外的因素,却可能为非自愿失业提供了更好的总体解释。行为模型刻画了凯恩斯在"通论"前几章所强调的重点:公平以及相对工资的比较。

另外从劳动者的角度考虑,行为经济学家也发现人们在选择何时休闲、何时工作方面也不够理性。理性的"生命周期理论"认为,人们应根据工资的多寡,以及休闲带来的回报价值,来决定休闲和工作之间的时间分配。由此理论可得出,在工资水平呈临时性波动的情况下,人们应该在工资较高的时候工作较多的时间;面在工资较低的时候工作较少的时间。但是人们常常并不遵循上述理性的方法做出作息安排。

Camerer 等人曾经专门跟踪研究过纽约市出租车司机每天的工作量。选取出租车行业作为劳动供给的研究对象,是因为出租车司机的工作时间主要由自己控制、较为灵活,而且其收入会由于节假日、天气等原因呈现临时性的波动。学者们发现,许多出租车司机都会为每天的营业额设定一个目标值,一旦营业额达到了这一目标就会停止工作。因此司机们会在收入较高的日子提早下班,而在收入较低的日子推迟下班。这一行为与理性的假设正好相反①。

行为经济学可以对这一现象做出合理的解释:出租车司机每天的收

① Camerer, C. F., Babcock, L., Loewenstein, G. & Thaler, R. (1997). "Labor supply of New York City cab drivers: One day at a time." *Quarterly Journal of Economics*, 111, pp. 408—441.

人被归入了既定的“心理账户”,这一账户每天清算一次(可见人们是多么“近视”!),如果当天的收入与设定的目标有出入,比目标少 50 美元的损失感,远远强于比目标多赚 50 美元的满足感(又一次用到了“损失规避”的概念),所以司机们宁愿在收入少的日子多工作些时间,也不愿意在收入多的日子多工作。

3.1.3 货币政策的有效性

新古典经济学家的一个重要观点是,只要被完全预期到,货币政策对产出和就业就没有作用。对货币供应量变化的完全预期使得理性的工资和价格确定者会以适当的比例调整名义工资,使得产出和就业不发生变化。这种新古典假设和关子货币政策的经验证据,以及人们对中央银行对经济作用的普遍信念是相矛盾的。

宏观行为经济学的一个主要贡献是清楚地展示出在合理的行为假设下货币政策确实能够影响实际经济,就像凯恩斯经济学很早就断言的一样。认知心理学把决策者描述为搜集信息,并把决策建立在简化的意识结构上的“直觉科学家”。依赖拇指定律(rule of thumb)①,而忽略那些对利润或效用影响很小的因素是这种心理节约机制的一个应用。在工资—价格体系中,简单法则造成了总工资(价格)水平对外部冲击反应的惰性——被新古典经济学家所轻视的“粘性价格/工资”行为。在新古典的批评中,“新古典综合派”所假定的惰性的工资行为是非理性的,于厂商和工人是不利的,因此是不合理的。相对的,行为经济学家指出包括“货币幻觉”在内的拇指法则不仅是广泛存在的,而且是合理的。因为以此原则行事带来的成本是很小的。

在和 Janet Yellen 合作的文章中,George A. Akerlof 用一个有效率工资和垄断竞争特征的模型首次展示了这一结果。研究者假定一些定价者遵循拇指法则,在需求冲击(由货币供给造成的)之后仍然保持价格不变。研究者说明遵循“拇指法则”而没有根据货币供应量变化调整价格

① 拇指定律,一种用于判断与决策的经验法则,是思维的捷径,如人们根据某个事物与一个典型事物的相似程度而判别它的特征,或根据历史的走势图形推断未来的表现等等。

的厂商的损失是"第二性"的(小的),而货币冲击对产出的影响在这样一个经济环境中相对冲击的水平而言是第一性的(显著的)。我们把厂商采取的粘性价格确定的拇指法则称为"近似理性",因为它们由于偏离完全最大化行为而承受的损失是第二性的(小的)。

关键性结论:近似理性的价格粘性足以赋予货币政策显著的力量——的逻辑是简单的。在垄断竞争条件下,每个厂商的利润函数都是对其价格二阶可导的,所以在最佳价格的领域内是平坦的。因此任何对利润最大化定价行为的偏离带来的利润损失都是较小的,相对于偏离本身而言是第二性的。但是如果大量公司的偏离行为都是相似的话,那么真实的均衡——去除价格水平之后的货币供给,相对于完全最优化行为下的情形而言将会产生第一性的变化;真实均衡的第一性的变化,反过来又引起总的需求、产出和就业的第一性的变化。因此对完全理性行为的微小偏离,实际上是小而合理的偏离,反驳了认为被完全预期到的货币供给变化不能影响实际收入和产出的论点。

近似理性的拇指法则模型解决了 Lucas 的关于在理性预期条件下货币政策的有效性问题。新古典经济学家很难发现货币政策和产出之间除了暂时的关系之外还有任何联系。新的行为经济学以相当数量的近似理性行为为依据,确定了货币供应量变化同产出之间紧密的联系。

3.1.4　菲利浦斯曲线和自然失业率

也许菲利浦斯曲线代表了最重要的宏观经济关系。菲利浦斯曲线把通货膨胀率同失业率、通货膨胀预期以及影响总供给的各个因素如食物或油的价格联系起来。在这个关系中通货膨胀和失业的此消彼长的关系定义了货币政策的"可行性范围",并且因此对其制定起着决定性的作用。菲利浦斯曲线首先在英国得到估计,然后是美国和其他国家。

菲利浦斯曲线的基础是供给与需求。菲利浦斯认为当需求水平高或失业低的时候,厂商的定价方针会将工资通货膨胀(根据生产力调整过的)传递到价格通货膨胀中。因此,对定价者而言,在通货膨胀和失业之间存在一个可接受的权衡。

在 1960 年代,米尔顿·弗里德曼(1969)和爱德华·费尔普斯

(1968)提出了一个新见解。他们认为工人们是为实际的而非名义的工资讨价还价:工人理应预测到通货膨胀并由此得到补偿,然后在此基础上进行讨价还价。在低失业的时候要求更高的预期实际工资。一次又一次的,定价方针将工资通货膨胀传递给了价格通货膨胀。这样一个微小的假设的修改(人们为了实际的而非名义的工资讨价还价)的效果是巨大的:可接受的失业—通胀权衡不存在了,取而代之的是一个惟一的"自然"失业率,与稳定的通货膨胀率并存。有了"真实工资"讨价还价这一假定,长期的菲利浦斯曲线——与实际通货膨胀和通货膨胀预期的恒等式并存的(价格/工资)组合是垂直的,因为有且只有一个失业率——"自然率",实际通货膨胀和通货膨胀预期在这个失业率处相等。

要了解为什么长期菲利浦斯曲线必然是垂直的,让我们想像一个中央银行希望通过货币政策把失业率维持在自然率以下。在劳动力市场异常紧张的情况下,工人们要求超过通货膨胀率的工资增长额。相应的,厂商将相关成本的增长转嫁到价格中去,所以通货膨胀超出了工人们在讨价还价时所预期到的值。因此当失业率在自然率之下时,实际通货膨胀率超过了预期通货膨胀率。最后,工人们被愚弄了。所以在较长时期内,通货膨胀预期,相应的还有通货膨胀都不断加速。相似的弗里德曼·费尔普斯模型预测,如果中央银行尝试把失业率维持在自然率之上的话,最终将会造成不断加速的通货紧缩。只有自然失业率才能产生稳定的通货膨胀率。弗里德曼和费尔普斯首次提出自然率假设之后,经济学家们以惊人的速度接受了它。但是 Akerlof 教授怀疑这个理论在失业率很高的时候依然适用。

Akerlof 教授对自然率假设的怀疑得到了一个经验事实的支持,它揭示了自然率的适用性不是普遍的。毫无疑问,美国 1930 年代的失业率极度地超出了任何合理的自然率。根据自然率假设,在整个十年中价格通货紧缩应该是持续加速的。但这并没有发生。价格下降了一段时间,但是通货紧缩在 1932 年之后停止了;在接下来的十年中没有明显的通货紧缩,虽然失业率非常之高。这个证据说明,至少在有些时间段里,存在高失业和低通货膨胀的情况下,自然率假设失效了。

在最近的论文中,William Dickens,George Perry 和 Akerlof 教授探讨

了两种行为假设。这两个假设和自然率假设不同，它们使得失业和通货膨胀之间稳定的此消彼长关系在足够高的通货膨胀率和足够低的失业率下成为了可能。第一个假设是“纯凯恩斯”的：工人抵制、厂商很少实施名义工资削减；第二个假设考虑了通货膨胀预期在工资讨价还价中的地位他们认为在通货膨胀率很低的条件下，有相当数量的工作者并不把通货膨胀作为一个足够显著的因素而纳入讨价还价的考虑当中。

3.1.5　工人抵制裁减工资假设与货币幻觉

凯恩斯关于工人抵制裁减工资的假设反映了他深刻的心理学洞见。这个假定也是和心理学理论以及证据相一致的。期望理论认为个体通过将损失或获益与一定的参照点比较来评价他们面临的环境的变化。证据表明，比起获得新收入，人们更加注意避免损失。Kahneman 和 Tversky 的研究已经表明许多与预期效用函数最大化理论不相符的现象在期望理论中都是理性的。如果人们把现有工资作为一个参照点的话，可以看出向下的工资刚性是期望理论的一个自然的应用。Shafir，Diamond 和 Tversky (1997)在一项问卷调查中发现人们的意识结构不仅仅是像古典经济学假设的那样以现实单位为基本定义，而是同时也表现出一定的货币幻觉，这一发现支持了以上观点。

如果存在对名义工资下降的抵制，在低通货膨胀率下通货膨胀和失业就存在长期的此消彼长关系。弗里德曼·费尔普斯模型中这种关系是暂时的，现实情况则是长期通货膨胀率上涨(如果它是接近于 0 的话)会造成显著的失业减少和产出增加。逻辑如下：不论经济处于景气或是不景气的时期，总有一些厂商的表现要比另一些厂商好。工资因此需要做出调整，以适应这些不同的经济境遇。在通货膨胀率和生产增长适中的时期中，相对工资是很容易调整的。“不幸”的公司可以将工资上涨率确定在低于通货膨胀率的范围之内，而“幸运”的公司可以把工资上涨率确定在平均水平之上。如果生产增长率低而不存在通货膨胀，需要减少实际工资的厂商则只能通过减少名义工资来达到效果。在关于公司面对的需求冲击的现实假设下，减少名义工资的需要随着通货膨胀率的下降而上升，公司不愿意采取名义工资裁减的措施使得长期失业率上升。因为

在低通货膨胀条件下在每个就业水平中决定劳动供给的真实工资都更高,与稳定通货膨胀率并存的失业率会随着通货膨胀率逐渐下降到0而不断上升。对于那些不能降低工资的厂商来说,这种溢出产生了超出这些公司内就业变化的总就业效应。因此,温和的低通货膨胀的好处是它"润滑了劳动力市场前进的车轮"。

对包括了交叉冲击和不愿减低货币工资的厂商的模型的模拟结果表明,在根据实际情况选择参数的条件下,通货膨胀和失业之间的此消彼长的关系在低通货膨胀和低生产增长率下是很明显的。例如,通货膨胀永久性的从2%减少到0%,每年会造成失业率的大概2%的永久性增加。对应刚才提到的对模型的模拟,用美国二战后的数据估计菲利浦斯曲线可以得到相似的结果。当这个菲利浦斯曲线被用于模拟1930年代的通货膨胀率的时候,得到了和大萧条时期美国通货膨胀实际情况惊人相似的结果。而一个具有可比性的标准自然率模型的模拟结果则和事实相反,它表明1930年代一直有加速的通货紧缩。

另一种行为理论也可以推导出在低通货膨胀条件下通货膨胀和失业之间永久性的此消彼长关系。其基本观点是由于低通货膨胀是不显著的,所以在讨价还价过程中人们会忽略掉感觉到的价格水平变化。在垄断竞争和效率工资条件下这种对通货膨胀的忽略是近似理性的。显著信息心理学和认知心理学都表明人们倾向于忽略那些对他们的决策不重要的变量。允许由于通货膨胀高低不同而使得当前通货膨胀对通货膨胀预期的形成其不同作用的Phillips曲线的经济计量估计,和这个假设是一致的:在高通货膨胀时期,过去通货膨胀的系数和接近于1;在低通货膨胀时期,这个系数和则接近于0。相似地,使用预期通货膨胀的调查值作为自变量的回归分析在高通货膨胀时期会得到比低通货膨胀时期更高的通货膨胀预期项的系数。

宏观行为经济学所展示的结果——很低的通货膨胀率会带来高失业和低产出——有很重要的政策意义。大多数人都认为中央银行是小心的、保守的、安全的。但是Akerlof教授认为许多中央银行是危险的司机:为了避开通货膨胀的车流,他们在道路的另一端远远地行驶,使得通货膨胀率过低而失业率过高。

如果经济学中有一个方面应该是行为主义的，这个方面应该就是宏观经济学。互惠、公平、身份、货币幻觉、损失规避、羊群行为可以很好地解释现实世界对完全竞争的一般均衡模型的偏离。宏观经济学必须建立在这些行为条件的基础之上。

凯恩斯的“通论”是在这个时代之前对宏观行为经济学最伟大的贡献。凯恩斯几乎无时不在强调心理特征（比如说消费中）和非理性（比如在对股票市场的观察中）带来的市场失效。经济是如狮子一般危险的，现代宏观经济学重新发现了宏观经济运行兽性的一面。行为经济学家正在充当驯兽员的角色，这个任务是艰巨的，但同时也是令人激动的[①]。

3.2　微观延伸

3.2.1　市场营销

市场营销大体上分为两大研究领域：

（1）信息的处理（information processing）；

（2）消费者行为（consumer behavior）。

顾名思义，行为学的研究成果在消费者行为的研究和实践领域大有用武之地。很多商学院研究消费者行为学的教授，都拥有心理学博士学位。而且在这个领域行为经济学教授的研究成果，进一步挖掘也可供商业实战者受益无穷。

在消费者购买决策理论中，“理性选择理论”和“信息处理理论”占有主导地位。“理性选择理论”假设消费者是完全理性的决策者，对自己的需求有明确的了解，并有能力做出价值最大化的选择。“信息处理理论”则建立在认知心理学的基础上，主张人是有限理性的，人脑处理信息的能力有限，且信息处理的结果与购买任务和购买环境之间存在着互相作

① George A. Akerlof “Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior” Prize Lecture, Dec. 8, 2001, www.nobel.se/economics/laureates/2001/akerlof-lecture.pdf.

用[①]。近些年来基于感性诉求的“情感营销理论”也方兴未艾，这种营销所针对的对象集中于主观体验与象征意义的娱乐、艺术、休闲类产品与服务，如电影、音乐、旅游、香水、首饰等等。

不管理论如何演进，越来越多的人都认可的一点就是：市场营销是一门艺术，因此营销者倘若将顾客视作绝对理性人，那将会贻误很多商机。下面就让我们来看看，除了在 2.2.1 节中提到的“利用消费者损失规避的心理，刺激使用信用卡消费”的例子，行为学的理论还在哪些方面，对营销者分析消费者行为有所帮助。

3.2.1.1 心理账户

还记得行为经济学家 Thaler 教授“心理账户”(Mental Account)的概念吗？让我们来做一个简单的回顾。这个概念指的是，钱在人们的心目中不具备充分的可替代性。比如你正要去买票价为 100 元的音乐会票，发现丢了 100 元钱，你多半还会买票前往听音乐；但如果你丢的不是钱，而是这张价值 100 元的音乐会票，你很可能就会放弃这场音乐会。这是因为钱和音乐会的票子分别归属于两个不同的心理账户。

“心理账户”的概念和商业定价相联系，可引申出很多出人意料的商业策略。很多人都知道，娱乐业在营销体系的定价过程中，有一种叫做预付款(prepayment)的价格策略(pricing policy)。这种价格策略要求消费者在消费之前先支付一笔固定金额的预付款项。预付款和门票的概念有所不同，预付款是一笔可以抵偿消费者娱乐项目支出的钱款。比如你计划一次出游旅行，在你选择好了旅行社之后，往往需要为这次旅游一次性支付一定金额的费用，其中包括食宿和旅行途中的必要消费，如门票和交通费用等。这种一揽子的定价方式有其独特的优势：一方面消费者在旅行途中的其他额外支出，比如买小吃、纪念品等，相对而言数目较小；而且由于一次性支付和消费不是处于一个时点，给人造成一种“免费享受”的错觉，会变相地刺激消费。相对于一次性支付而言，消费一个项目付一次费用的方式，会使消费者感觉每次消费支付的费用显得较大，从而导致消

① Bettman, J. R. (1979), *An Information Processing Theory of Consumer Choice* Addison Wesley, Reading, MA.

费者在花钱的时候相对地“缩手缩脚”。

这里和大家分享一下笔者的亲身经历。在上海市新天地中坐落着各式风味的酒吧，其中有一家酒吧进门时需要购买 80 元的饮料券，入坐之后笔者点了一份 60 元的饮料。在音乐舞蹈的“熏陶”下，一会儿工夫就把 80 元已经支付的费用归入了一个已经关闭了的心理账户中，又情不自禁地点了一份 30 多元的甜点。心理的感觉却是这份甜点只需 10 元左右。但事后仔细一想总共已消费了一百多元。

这里面的学问就在于，一次性支付和后面的消费之间有一段时间间隔，让人感觉之后追加的消费额并不是很高。也就是说，消费的支出由于分几次摊付，而使消费者感觉似乎总额并不是很多。当消费者把几笔不同的支出分摊到不同的心理账户中去的时候，会倾向于为每个账户独立结算。如果商家能够引导消费者在他们的心里多开几个账户，那么消费者就会“心安理得”地在每个账户上进行一定数额的消费，最终得到一个价格不菲的账单！

3.2.1.2　自我约束问题

除了“心理账户”的概念，我们在前文中还提到过行为经济学家 Matthew Rabin 教授“自我约束问题”（self-control problem）的研究。“自我约束问题”在消费者行为研究中也是一大热点。比如怎样促进消费者的购买冲动，怎样消除消费者的消费负罪感等，都是一些很有意思的研究课题。在此基础上，精明的商家也发掘出很多有效的营销策略。

比如现在流行的中高档健身房，一般实行包月或包年的付费方式。这种付费方式之所以很受欢迎，是因为去健身房健身是一种消费者自认为自己应该经常参加的一项活动，但事实上常常会找种种借口缺席。读到这里，有没有想起 Metthew Rabin 教授关于“幼稚型”决策者的论述？这些消费者在购买包月或包年卡的时候，认为自己一定能够每月坚持到健身房健身数次，因此平均算来持卡消费更为划算。但由于“自我约束问题”，很多持卡消费者仅在刚刚购买了消费卡这一时段能坚持，随后渐渐怠惰。曾经有学者追踪一家健身房顾客的消费情况，这家健身房实行会员制，每半年收费一次。研究表明，顾客在刚刚付了会费的这个月会经常光顾健身房，而在随后的 5 个月参加锻炼的次数逐渐减少。到了下一

次交费的这个月，出席的频率再次上升[①]。如果健身房管理人员懂得人的“自我约束”问题的存在，那么完全应该认真分析现有顾客群体的锻炼频率，以定出最佳的收费标准：其中包括每次付费的时间间隔，每张卡的价格等等，以达到锁定忠实客户，和减少运动器材损耗之间的平衡。

随着越来越多的研究者投身行为学的研究，人类诸多行为的规律性被总结出来。读者如果对此感兴趣，不妨参阅《Journal of Consumer Research》、《Journal of Marketing Research》等相关的杂志。来自各行各业的营销人员，都能从中汲取些许营养，说不定还能为你的企业做出一个出色的营销方案呢！

3.2.2 组织行为

组织行为学（organization behavior，OB）是探讨个体、群体以及结构对组织内部行为的影响，以便应用这些知识来改善组织的有效性的研究领域。组织行为学关心人们在组织中做什么，这种行为如何影响组织的绩效。对于组织行为学研究的核心题目，学者们基本上达成了共识，这些题目包括激励、领导行为和权威、人际沟通、态度形成与知觉等等[②]。

从组织行为学的研究对象来看，我们也很容易推知行为学和这门学科之间有着非常强的互相渗透力。我们在2.2节“预期理论”的推论1中提到过，“一个企业如果要影响其员工对风险的偏好，可以通过改变对员工的绩效期望水平来达到目的”。这个例子就是行为经济学理论对组织行为领域一个很好的运用。在本节内容中，不妨让我们聚焦于组织行为中的激励研究。

先让我们来思考以下这些问题：当你在出色完成了一项任务后，你希望公司能够给你怎样的工资/奖金方案呢？在金钱和等额的旅游之间你会如何选择呢？如果你是一位人力资源经理，你有没有考虑过什么样的薪酬设计对激励员工是最有效的呢？

---

① Gourville, John and Dilip Soman (1998), “Payment Depreciation: The Behavioral Effects of Temporally Separating Payments from Consumption”, *Journal of Consumer Research*, 25 (2), pp. 160—174.

② 斯蒂芬·P·洛宾斯《组织行为学》第七版，中国人民大学出版社，1997年，第9页。

3.2.2.1　浮动工资

首先让我们研究一下“浮动工资”之所以优于传统基础工资的行为学解释。心理学家通过研究表明,脉冲式的变化是幸福的来源之一(见图3.1)。也就是说如果一个人一直过着优越的生活而没有什么变化,他享受的只是一种舒适(comfort),而舒适的生活很容易就适应(adapt)了。但是如果一个人本身生活水平不是特别高,但是他时不时地会有一些变化,比如旅游、探险等这些脉冲式的快乐,则能使人感觉到更加快乐(pleasure)[①]。

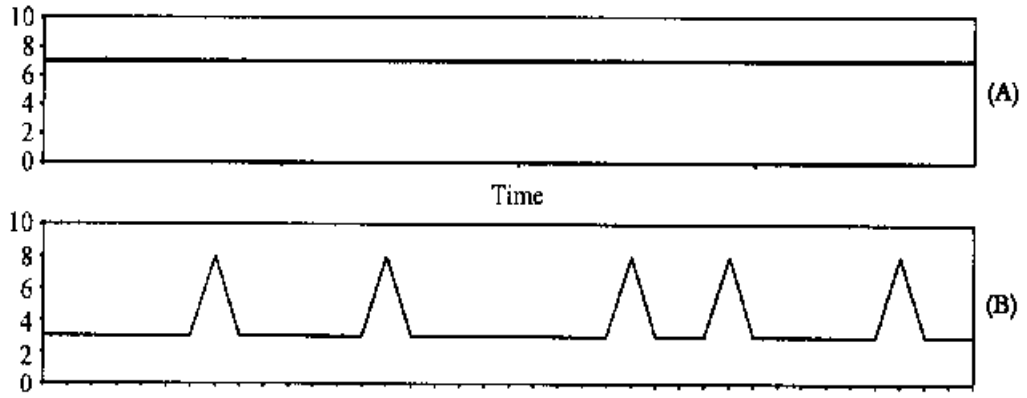


图3.1　脉冲式和非脉冲式

这个理论给予我们什么启发呢?请想像一下,如果您每个月的固定薪水为4 000元人民币,有时每月能得到1 000元左右的奖金。当经济不是很景气的时候,奖金也就没有了,这时候你可能依然对自己的收人挺满意。但如果您每个月的固定薪水为5 000元人民币,当经济不景气的时候公司将您的薪水下调到4 000元,说不定您会提出辞职!而仔细想想,前一种情况下您总的收人反而少。“钱少反而满意度高?!”——这里面的原因就在于,在前而一种情况下,每个月的奖金就如同一次一次的脉冲,人们不会对脉冲式的愉快产生适应(adapt),因此没有脉冲(奖金)的时候也不会特别不满。但在第二种情况下,5 000元的薪金水平就相当于图3.1(B)中较高位的水平线,当人们对它适应了之后,突然减少会产生“损失规避”的心理,提出辞职也就不足为怪了。

① 奚恺元(2002)“经济学发展的新方向”中欧管理论坛演讲稿 http://www.ceibs.edu/forum/。

这种激励的理念带动了“浮动工资”的兴起。浮动工资起初被广泛地运用于工人的工资方案,如计件工资就是浮动工资的组成部分。浮动工资和传统的基础工资方案不同,浮动工资不是一种年金,它是没有保障的,并不因为您这个月拿了6 000,下个月还能拿到这个数目。浮动工资将薪水和绩效挂钩,无疑有效地提高了劳动生产率。后来越来越多的薪金项目被归到浮动工资的名目下,固定工资额占收入总额比例相对下降。有调查表明,1993 年美国 14% 的公司用绩效奖金完全替代了每年的加薪,1994 年公司数上升到 21%[①]。可见公司为了减轻每年加薪的压力,“浮动工资”这种脉冲式的激励方式,成为了公司寻求成本最小和员工满意最大之间平衡的激励工具。

3.2.2.2 记忆效用

再让我们将“记忆效用”(memory utility)[②]和“心理账户”的概念相结合,会发现相同金额的金钱激励会产生完全不同的效果。想像一下,如果你是人力资源主管,有一位员工因出色的工作表现而应得到一次奖励,公司可以发现金(500 元),也可以用同样金额的钱,让员工享受一下他们平常舍不得享受的事物,比方说到高级法国餐厅吃饭等。从传统经济学来看,哪个更好呢?肯定是前面一种好,因为员工可以用这 500 元钱选择自己喜欢的消费。如果把这两种方法给员工选择的话,大多数人也会选择前面一种。但实验表明人们反而对后面一种奖励更高兴。这是因为在就餐或旅游结束后,人们还是会记得这段经历(回忆中得到的快乐、痛苦也是一种效用),这段美好的记忆也可以让人们感到更为幸福,奖励的效果也更好。

这里还隐含着更深的心理学道理。人们为自己的消费都设有不同的“心理账户”,一般会约束自己对奢侈品的享受。人们心目中的奢侈品并非都是十分昂贵的物品,如果您的领带/口红的价位在 100 元之内,那么高于 100 元的此类商品在您心目中就是奢侈品。人们一般不愿超出自己的心理预算,但往往偶尔一次的奢侈消费,会为消费者带来难以形容的快乐。懂得了这个道理以后,公司在激励员工(或者我们在送礼)的时候,

① 斯蒂芬·P·洛宾斯《组织行为学》第七版,中国人民大学出版社,1997 年,第 206 页。

② 参考 5.2 节关于效用研究的讨论。

就应该选择那些接受者平时不舍得消费的东西，而非他们平时自己经常购买的东西。

以上的例子都是从挑战传统经济学的“理性人”的假设出发的。除此之外，隶属于信息经济学领域的分析模型，如“隐藏行动的道德风险模型”（moral hazard with hidden action）、“隐藏信息的道德风险模型”（moral hazard with hidden information）、“逆向选择模型”（adverse selection）、“信号传递模型”（signaling model）、“信息甄别模型”（screening model）等理论，对于保险代理人激励机制的设计、经理人和股东的利益分配等管理问题都有十分重大的意义。

请记住，人不是完全理性的人，但所幸的是人们的心理行为有一定的规律可循，只要您懂得这些规律，那您就可以让有限的资源发挥最大的激励效用！

3.2.3　行为公司财务[①]

近年来，随着资产定价领域对资本市场有效性假说的实证和质疑，产生了行为金融学（参见第五章）。行为金融理论基本假设股票市场并非理性。大量的实证研究表明，股票市场并非理性，股票定价往往偏离公司真实价值（mispricing）。行为金融及管理决策行为的研究推动了行为公司财务（Behavioral corporate finance）的兴起和发展。行为公司财务关注两种非理性对公司资本配置行为及绩效的影响：资本市场投资者及分析家非理性和公司管理者非理性[②]，即表3.1中的Ⅲ和Ⅳ象限。

表3.1　股票市场上市公司管理者理性组合

	股票市场理性	股票市场非理性
公司管理者理性	Ⅰ（理想状态）	Ⅲ
公司管理者非理性	Ⅱ（代理模型，信息不对称模型）	Ⅳ

① 参见：朱武祥“行为公司金融理论及其发展”，《经济学动态》2003年第4期。

② Shifrin, H., 2001, “Behavioral corporate finance”, *Journal of Applied Corporate Finance* 14 pp. 8—19.

行为公司财务研究的主要问题是：

1. 非理性的投资者是否影响理性的管理者资本配置行为？或者说，当股票市场价格明显偏离公司真实价值时，致力于实现公司真实价值最大化的理性管理者将如何反应？包括投融资决策、红利政策，兼并收购及重组行为。理性的管理者是否能救治非理性投资者的估价偏差？存在的代理问题是，理性的管理者是否会利用股票市场投资者非理性选择自身利益最大化的资本配置行为？

2. 管理者非理性对公司资本配置行为的影响以及非理性投资者会如何反映？

3.2.3.1 公司资本配置战略及投资行为

行为公司财务关于公司投资行为的重要问题是：投资者的情绪是否影响公司实际投资决策？包括主业相关的投资，多元化，兼并收购及重组。

Stein 假设股票市场非理性，但管理者是理性的，致力于公司真实价值最大化。如果管理者认为公司股价被过分高估，并因此增发股票，那么管理者不应该将募集资金投入到任何新项目中去。而应该保留现金或投资于资本市场上其他公平定价的证券。但投资者的热情在于，他们认为公司拥有许多净现值（NPV）大于零的投资项目，而理性的公司管理者十分清楚，这些项目实际上不可能实现正的净现值。如果从公司真实价值出发，应该放弃这些项目。如果管理者认为公司股票价格被市场不合理地低估时，应该利用低价的有利时机，回购股票，而不是撤回实际的投资项目。Stein 模型的结论是，非理性的投资者可能影响股票发行时机，但不会影响公司投资计划[①]。

Stein 模型主要针对非股权依赖型公司，这些公司拥有大量的内部资金和借债能力，并不一定要通过股票市场为公司投资筹集资金。实际上，投资者情绪可以通过多种渠道影响，特别是扭曲公司投资行为，从而降低资本配置效率。

---

① Stein, J., 1996, "Rational capital budgeting in an irrational world", *Journal of Business* 69 pp. 429—55.

1. 对外部股权依赖型的公司来说，投资者情绪很可能扭曲公司投资行为。例如，投资者过于悲观时，对公司股票严重低估，股票市场或私募等外部融资成本过高，或者根本筹集不到股权资本，迫使公司不得不放弃一些好的投资机会。

2. 当投资者对公司未来过于乐观时，尽管公司管理者致力于公司真实价值最大化，但如果拒绝投资于投资者认为可盈利的项目，投资者将抛售公司股票，导致公司股票价格下降，管理者面临解雇取代的风险。

3. 由于存在代理问题，公司管理者可能使其他目标最大化，例如，公司规模。这意味着管理者可能利用投资者的热情，作为掩盖自己投资净现值为负的项目，建立企业帝国的幌子。

4. 在信息不对称环境下，如果公司管理者认为投资者掌握一些他们不知道的信息，因而重视投资者观点时，可能会把投资者的过分乐观误解为理性乐观，从而投资于净现金流为负的项目。

近年来，已有一些实证结果提供了投资者情绪扭曲公司投资行为的初步证据。Polk 和 Sapienza 发现，股价被高估的公司往往比其他公司投资更多[①]。Shleifer 和 Vishny 提出了一个模型，解释股票市场定价对美国公司不同时期并购行为特征的影响。模型表明，美国公司在 1960－1970 年代的不相干多元化并购，1980 年代以现金为主、扭转多元化的杠杆购并和 1990 年代中后期的业务相关企业换股并购行为都是股票市场对公司定价偏差驱动的，或者说是公司管理者对股票市场定价偏差的理性反应。此外，多元化（diversification）、分离（spin-offs）、股权分割（equity carve-out）等重组热也可以从行为财务角度重新解释[②]。

3.2.3.2　公司融资行为，资本结构和股利政策

Stein 模型指出，在股票市场非理性时，理性管理者可能采取的融资行为：当股市股价被过分高估时，理性管理者应该发行更多的股票以利用投资者的过度热情。相反，当股票被过分低估时，应该回购股票。该模型

① Polk, c. & Sapienza, 2001, "The real effects of investor sentiment", Working paper, Northwestern University.

② Shleifer, A., & R. Vishny, 2001, "Stock market driven acquisitions," Harvard University and NBER working paper.

被称为企业融资“市场时机假说”(market timing hypothesis)。迄今为止,公司证券发行的实证结果与 Stein 的理论模型非常吻合。在总体水平上,当整个股市市场价格水平被高估时,在所有新发行证券中,普通股增发价格最高。账面价值与市值比例高的公司将增发股票,而比例低的公司将回购股票。Graham 和 Harvey 对 300 多家美国公司管理者的问卷调查结果表明 2/3 的公司首席财务官认为“股票市场对公司股票价格的高估或低估是股市融资行为的重要考虑因素”①。股票增发是对未来股票投资回报的可靠预测指标:股票增发价格高代表低的、甚至是负的股票投资回报。这与公司管理者选择市场时机,恰好在股价跌回实际估价水平之前的高点增发股票的行为一致。

金融经济学家进一步提出了基于市场时机假说的资本结构理论。按照市场时机模型,公司资本结构只是一段时间内财务决策行为的结果。假设两家公司在规模盈利能力、固定资产构成、现阶段市值与账面值比例等这些传统上认为会影响资本结构的因素方面大体类似。假设过去一段时间内,A 公司的市值与账面值比例比 B 公司高很多。根据市场时机理论,那时刻公司 A 的管理者必定已经利用市场可能高估的实际增发了股票,所以在公司 A 目前的资本结构中,必将有更多的股权资本。

市场时机假说的实践意义在于:市场时机对企业资本结构具有显著和持久的影响。随着股票市场价格水平高低变化,公司存在最佳融资时机(timing)或融资窗口机会(window of opportunity)。

红利政策也是公司财务的基本问题之一。行为公司财务理论认为,投资者对红利的偏好驱动了公司的红利政策,或者说公司管理者迎合投资者的红利偏好制定红利政策。Shefrin 和 Statman 从投资者自我控制角度提出了一个解释为什么投资者偏好现金红利的模型。他们认为,现金红利可以使投资者克服自我控制问题。同时,公司支付现金红利有利于投资者从心理上容易区分公司盈亏状况、避免遗憾心理,增加投资者的主

① Graham, J., and C. Harvey, 2001, “The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field”, *Journal of Financial Economics* 60 pp. 187—243.

观效用[①]。

Baker 和 Wurgler 提出了红利迎合理论(catering theory of dividends)。他们认为,由于投资者通常对公司分类。支付现金红利的公司和不支付现金红利的公司被视为两类。投资者对这两类公司的兴趣及红利政策偏好时常变化,对股票价格产生影响。公司管理者通常迎合投资者偏好制定红利政策,迎合的最终目的在于获得股票溢价。即当投资者倾向于风险回避时,对支付现金红利的股票给予溢价时,管理者就支付现金红利;当投资者偏好股票红利,对股票红利给予溢价时,管理者就改为股票红利,如果股票价格与公司管理者补贴收入相关,管理者更有可能取悦投资者、抓住股票溢价机会改变股利政策。Baker 通过实证检验认为,红利迎合政策比其他模型可以更好地解释为什么公司红利政策随时间变化[②]。

3.2.3.3　非理性管理行为对资本配置行为及绩效的影响

管理政策等行为的影响。他们认为,有些行为是公司管理者非理性的结果,特别是管理者对投资前景过度乐观、投资成功过度自信和对投资损失非常厌恶导致的。行为公司财务认为,公司管理者过度乐观和自信并不一定是公司治理低效和激励不足所带来的,而是由管理者自身的心理因素和决策行为特质决定的。因为这些管理者往往是公司的大股东。

(一)过度乐观和自信对兼并收购行为及绩效的影响

Roll 最早指出了管理者非理性行为问题,提出了狂妄自大假说,解释并购中收购方出资偏高的现象。Roll 认为,管理者过度自信导致兼并收购活动过度,并且并购出价过高。就像个人投资者过度乐观和过度自信过度交易一样。表现在公布并购消息时,目标公司股价上升,被并购公司股价下跌相应的量,兼并公司和目标公司综合收益为零。尽管管理者考虑是否兼并另一家公司时,会聘请财务顾问对目标公司进行估价,并考虑协同互补效益。但并购实证研究结果表明,大多数并购没有为兼并方增

① Shefrin, H. and M. Stateman, 1985, "Explaining investor preference for cash dividends", *Journal of Financial Economics*, Vol. 59.

② Barker, M. and J. Wurgler, 2003, "A catering theory of individends", Working paper, Harvard University.

加收益[①]。Malmendier 和 Tate 证实,过度自信的管理者进行的并购活动比理性的管理者频繁,特别是公司现金充裕或并购并不能创造价值时[②]。

(二)过度乐观和自信对投融资行为及绩效的影响

金融经济学家关于公司管理者过度乐观和自信对投资行为影响的研究结论比较一致:管理者过度乐观和自信往往高估投资收益,更容易投资高风险或净现值为负的项目。

在融资行为方面,Heaton[③], Hackbarth[④] 认为,由于过度乐观和自信的管理者比外部投资者更乐观其自己公司的投资项目,低估投资项目收益的波动幅度和风险,更容易认为股票市场低估了公司的内在价值,以及股票融资成本太高。如果过度乐观或管理层融资行为理性,不情愿通过外部融资支持投资,更可能遵循先内部资金、其次债务融资以及最后股票融资的选择顺序。

公司管理在过度乐观和自信时对资本配置绩效的影响方面,Coel 和 Thakor[⑤] 认为,管理者的过度自信是投资分散组合完美的股东希望的特质。Gevais, Heaton[⑥] 也认为,风险厌恶的理性的管理者倾向于投资风险较小的项目,除非激励合适,它们会放弃风险较大、但实际上可以增加企业价值的项目。

在产品市场竞争和资本市场不完全条件下,由于过度乐观和自信的管理者比外部投资者更乐观其自己的公司的投资项目和低估了投资项目收益的波动幅度和风险,一方面,选择风险高的项目,或净现值实际上为

---

① Roll, R., 1986, "The hubris hypothesis of corporate takeovers", *Journal of Business*, 59 pp. 197—216.

② Malmendier, U., and G. Tate, 2002, "Does CEO overconfidence drive corporate acquisitions?" Working paper, Harvard University.

③ Heaton, J. B., 2002, "Managerial optimism and corporate finance", *Financial Management* 31.

④ Hackbarth, D., 2002, "Managerial optimism, overconfidentce, and capital structure decisions", Haas Business School (U. C. Berkley) Working paper.

⑤ Goel, A. M., & A. V. Thakor, 2000, "Rationality, overconfidence, and leadership", Working paper, University of Michigan Business School.

⑥ Gervais, S., J. B. Heaton, 2002, "The positive role of overconfidence and optimism in investment policy", Mimeo, U. C. Berkeley.

负的项目，同时，更可能采用比较激进的财务政策，即以债务融资支持投资，增加财务杠杆，并且消极采取风险管理措施，这无疑增加了公司财务危机的可能性。或者公司管理者应认为外部融资成本高，不情愿通过外部股权融资支持投资，则与改善投资规模与自身资金流状况高度相关，导致公司被迫放弃必要的投资，出现公司投资不足。这两种行为都将降低公司产品市场竞争地位，有损公司长期健康发展和真实价值，并且违背看重公司长期真实价值的投资者的意愿。

（三）管理者和投资者行为都非理性

股票市场投资者和分析家过度乐观将导致公司股票可能严重背离公司内在价值，同时，还诱导非理性的公司管理者进一步加剧过度乐观和自信，更加低估投资风险，高估投资价值，更积极地进行高风险的投资扩张活动，包括兼并收购。例如，在股票市场青睐网络概念、网络公司股票价格普遍很高时，很多网络公司管理层并不认为自己公司股票价格被高估[①]。公司治理问题比较严重时，非理性的管理者可以利用股票市场投资者及分析家的非理性，谋求自身利益的最大化，从事迎合股票市场短期积极评价，但有损公司长期健康发展和真实价值的资本配置行为。因此，公司管理者与投资者行为都非理性时，更可能加剧股市泡沫的形成和破灭。

3.2.4　家庭经济学

家庭作为社会的细胞，长期以来被视作社会学所研究的范畴。芝加哥经济学系的贝克尔（Becker）教授创造性地将价格理论应用于家庭和婚姻等问题的分析，并因此而获得了1992年度的诺贝尔经济学奖。

有些学者认为Becker既然也是研究人的行为，因此应该归入行为经济学家之列。笔者需要在这里澄清的是，这种归类是错误的，因为Becker并不是行为经济学家！

为什么这么说呢？那是因为Becker维护的完全是理性人的假设。

① Schultz, P., and M. Ziman, 2001, "Do the individuals closest to internet firms believe they are overvalued?" *Journal of Financial Economics*, Vol 59.

贝克尔认为，一个人虽然在不同的社会领域中活动，但他的行为遵循同样的原则，从而可以用统一的行为模型分析人类行为在不同社会领域中的不同方面或者不同表现。而这个同样的原则和统一的分析模型就是经济分析的基本原则和方法，即经济学中关于经济人的最大化行为、人类偏好稳定和市场均衡三个基本假定。由此可见 Becker 教授的贡献并不在于对传统经济学基础假设提出挑战（而这恰恰是行为经济学的精髓所在），而在于他把经济学的研究对象拓宽到了“家庭”等传统经济学所认为的非经济实体领域。两者不可同日而语。

让我们再来看看 Becker 的家庭经济学的逻辑，相信聪明的读者会对作者的观点有更进一步的理解。在 Becker 眼中，家庭是一个有效率的单位，这也就为进行经济学分析奠定了基础。像一切经济单位一样，家庭这一由多个人组成的生产单位包含生产要素、投入产出等。不同成员的商品、时间、货币和技能等生产要素的投入会产生联合效用，这些效用主要包括孩子、商品、技艺、健康、声望等家庭支出。家庭生产包括对有限的时间和货币资源进行合理的配置，其决策也以时间和货币为量度。与其他生产比较，家庭成员之间了解和互相依赖的程度高，因而监督、管理费用较低；夫妻之间的婚约无异于一份长期契约，可避免支付交易费用，从而降低生产成本。由于生理上的差异和经验、人力资本投资的不同，家庭成员之间存在着明确、细致的分工协作，最初是男耕女织。这种差异和分工构成家庭生产的物质基础，是家庭亘古长存的主要原因。男女彼此结合，扬长补短，就能使家庭产出最大化，从而发挥出这一经济单位的效率。

从经济学角度讲，结婚和离婚也是一个投入产出问题。人们之所以选择结婚，是希望从婚姻中得到最大化的收入。当婚姻收入超过单身收入时，则结婚；否则就独身。社会上也存在一个婚姻市场。在一个有效率、自由竞争的婚姻市场上，理论上人人都可以找到自己的最佳伴侣，使自身的效用最大化。同样，从理论上推断，高质量的男子与高质量的女子、低质量的男子与低质量的女子最可能结成伉俪。但相反的情况也大量存在，那是由于追求高质量的婚姻成本太高，需要时间、货币等资源的投入。离婚也是如此，如果重新结婚的收益高于离婚所需的成本时，人们往往选择离婚。提出离婚的一方往往是婚姻协议中收益较小的那一方。

在现实社会中，由于不能及时、准确地掌握婚姻市场信息及由此出现了草率结婚，许多家庭生活并不美满，无法获得最大化的效用。但离婚成本之高决定了不少家庭只好维持下去。一夫一妻制社会和一夫多妻制社会的情况略有不同，但均与投入产出有关。

比如 Becker 对贫富家庭的生育率差异有其精辟的解释。在 Becker 看来，孩子就如同耐用消费品，他的功用和汽车、电冰箱、电视机等是一样的，可以给父母带来比较长久的满足。但是，养育孩子也要支付成本，包括直接成本和间接成本两部分。直接成本是用于食物、衣服、保健、娱乐、上学等方面的费用。间接成本又称“机会成本”，指父母为养育孩子而失去的机会，或利用这种机会所带来的收入。比如母亲可能由于怀孕或抚养孩子而丢掉工作等。Becker 认为，父母在养育孩子方面，同样要遵循成本—效益分析，这一点有助于解释，为什么富裕家庭的孩子较少，而贫困的家庭，却往往倾向于生较多的孩子。与贫困家庭相比，富裕家庭的父母，一般都有较高的薪水，以及比较舒适的工作环境等，因此为了养育孩子，他们支付的机会成本无疑更高一些。同时，富裕家庭总是希望孩子能有较高的质量，愿意在孩子的教育和身体状况方面多花费支出，这就是说，他们养育孩子的直接成本也是很高的。这样一来，权衡利弊，比较富裕的父母，就倾向于要较少的孩子①。在 Becker 之前，人们认为经济水平低的家庭生养较多的孩子，相反经济水平高的家庭生养较少的孩子，这是一种不理性的行为。贝克尔从经济分析的角度很好地解释了这一现象存在的合理性。而且一个国家经济“起飞”时常常伴随着生育率的急剧下降和人力资本的迅速增加，这一事实是对 Becker 理论的最好例证。

在 Becker 教授笔下的人是多么理性！作为一位经济学家，Becker 家庭经济学的研究涉及了经济学以往很少关注的许多内容：从结婚生子到家庭结构，从夫妻离婚到社会教育，所有这些似乎与经济学毫不相关的问题，Becker 都用一套严谨的经济学模型做出了解释，并得出了一系列常识无法论证的结论。由此我们可以看出，Becker 是运用理性的经济分析来

① 《家庭论》Gary S. Becker 著；王献生，王宇译；北京：商务印书馆，1998，笔者进行了归纳。

解释人的行为的。这和将行为学引入传统经济理论,从而对传统经济理论提出修正的行为经济学有着天壤之别。

如果一定要说 Becker 和行为经济学沾一点边的话,那就是他认可行为经济学家 Akerlof 的"不对称信息"理论。贝克尔在他的著作中,通过对信息的不完全性和不确定性所造成的各种后果的分析,来讨论离婚的可能后果。Becker 指出,婚姻市场的参加者一般都很难知道自己的利益和才能,更不了解其潜在配偶的可靠性、和谐性以及其他性格特点,他们通常到结婚时还带着对对方极不正确的评价,总是要等到结婚以后,随着有关信息的进一步完善,再来修正这些评价。此外,如果寻求配偶者对全部婚姻候选人都拥有完全信息的话,那么离婚将归因于对配偶多样性需求,或者归因于对性格特征的生命周期充分的预期反应。如果求偶者的信息不完全程度较高的话,随着婚后所得到的对方性格特征信息的迅速增加,绝大部分离异事件就会在婚后不久发生。

从行为经济学家的角度看,值得注意的是教授关注到并研究了经济决策中的非理性行为,为他的代表性著作《人类行为的经济分析》中,就有一章是专门研究非理性行为的。但他的落脚点最后还是为经济理性辩护。贝克尔区分了非理性的两种基本含义:冲动和惰性,前者与概率问题相联系,后者受过去选择的影响。通过对冲动模型和惰性模型的深入考察,得出了结论:非理性单位(厂商、家庭或个人)因机会的变化往往被迫作出理性的反应。

Becker 教授的代表作有《家庭经济学》、《家庭论》、《人类行为的经济分析》等。在 Becker 教授看来,经济学之所以成为一门科学,原因不在于它的研究对象,而在于它的研究方法。这种方法虽然发端于人类对经济问题的思考,但却可以被应用到人文科学的任何一个领域。只要一种资源有多种用途,而它本身又是稀缺的,那么,有关这种资源的分配和选择问题,便均可以纳入经济学的范畴,均可以用经济学的方法来加以研究。从这个意义上讲,不仅金钱、财富,而且时间和人的精力、乃至人的一生应该怎么度过,都是经济学的问题。因此,贝克尔借用萧伯纳的一句格言来描述他的方法论:"经济学是充分利用生命的艺术。"但是,无论如何 Becker 教授都不能被归入行为经济学家的行列。

第四章　行为经济学的重要分支:行为金融学

卡尼曼(Kahneman)和特维斯基(Tversky)创立的启发式认知偏向和预期理论等可看做行为经济学的基础理论,随着这一理论的发展,它也在向各应用领域延伸,形成了许多分支。在众多分支中,最活跃,成果最丰富的领域就是行为金融学。行为金融学是行为理论与金融分析相结合的研究方法与理论体系。它分析人的心理、行为以及情绪对人的金融决策、金融产品的价格以及金融市场发展趋势的影响,也是心理学与金融学结合的研究成果。近年来,行为金融学的研究得出许多有价值的结果,引起金融学界的极大关注。

4.1　行为金融学的理论产生背景

4.1.1　新古典金融理论的困境

证券市场提供了市场经济机制与运行的最典型的现实范本,其本质在于通过证券价格的形成和变动,引导社会资源合理流动进而达到最有效的配置。当证券市场是有效运作的、接近完全竞争状态时,资本资源的配置便是有效及接近最优的。亦即在资源配置的过程中,证券市场能否以证券的市场价格这一惟一信号作为信息来实现有效配置,其前提条件是完全市场(Perfect market)假定,即:

(1) 证券的同质性:交易的证券在质上是没有差别的,所有资产完全可分割、可交易;没有限制性规定;

(2) 众多的市场参与者[①]:不存在能操纵市场价格的垄断力量,是一个完全竞争的市场;

(3) 信息的完全与对称:有关交易的信息都完全公开,并且在市场参

① 本文中"投资者"概念与"市场参与者"、"交易者"概念并无差异。

与者中的分布是对等的；

（4）市场的进出没有障碍。

（5）整个市场没有摩擦，即不存在交易成本和税收。在满足以上假定的市场上，与交易有关的一切信息都能及时、准确地反应在证券市场的价格水平上。另外，按照传统的金融理论，市场参与者都是理性的决策者，以效用最大化等指标决定自己的决策方案。

就现代金融理论而言，新古典框架下的金融理论或有效市场理论假说存在以下基本缺陷或无法解释的问题。

（一）公理体系不完备

新古典微观金融学的基础分析工具——预期效用理论——先天不足。预期效用理论的先天不足主要产生于对预期偏好的数学建模十分困难，为此理论家们必须进行严格的前提限制，这就使由此发展起来的一整套体系十分脆弱。例如，合乎理性原则的预期效用函数的导出在逻辑上不完全，存在所谓“阿莱斯悖论”；为保证效用函数的凹性以使最大效用均衡存在，要求经济主体在任何情况下都是风险厌恶的；等等。

（二）套利均衡的实现受到限制

有效市场理论实际就是金融市场的均衡理论。这个均衡有两个特点，一是瞬间均衡，二是一价定理或套利均衡。套利均衡是现代企业财务理论的基石。套利均衡的存在保证了市场上投资者的竞争会推动市场价格回归于基本价值。行为金融学则认为市场是不可“无风险”套利的，这个观点成为行为金融理论立论的核心。套利本身不是“免费午餐”，它具有较高风险，因而套利行为对价格偏差的矫正作用有限；加上噪音交易者人数众多且相互关联的话，市场价格的非理性偏差将长期存在。

（三）股票市场的许多现象无法得到说明

在金融学上，所谓“谜团”或“异常现象”是指无法用现行的理性资产定价模型予以充分说明的稳定的金融市场上的统计现象，或称“程式化事实”。“经验金融学”所发现的各种谜团或异常现象可分为三类。

(1) 涉及"总量股票市场"[①],包括:股票市场溢价谜团、股票市场波动性谜团。

(2) 股票市场可预测性迷团。

(3) 涉及各种不同类型的股票的"异常现象"[②]。按早期定义,"异常现象"仅指无法用 CAPM 解释的金融市场的现象。实际上现在已经发现有许多"异常现象"无法用任何理性定价模型予以说明。

还有一种所谓"封闭式基金迷团",也被行为金融学家认为是理性模型难以解释的。

(四) 企业融资活动扭曲市场均衡

这可以表现为几个方面。

1. 研究发现,上市公司会有意识地利用资本市场的非理性定价进行对企业有利的融资活动,从而扭曲市场的均衡[③]。这方面的情形包括两类:

(1) 理性的经理人员利用非理性的市场调整企业融资的时机、结构和投资方向;

(2)非理性的经理人员的决策对市场均衡的扰动。

由于投资者和经理人员的信息不对称,第一类情形更为普遍。

2. 上市公司分配红利的行为不能得到合理解释。最后,企业有时会通过调整会计报表"提高"短期盈利预期水平以便以偏高的价格进行 IPO 或 SEO(增发股份)。

(五) 其他理性模型无法解释的现象

1."家乡情结"。研究显示,投资者,尤其是个人投资者在分散化投资时有"家乡情结",即将大部分资金投资于本国或本地股票。例如,美

---

① "总量股票市场"的概念由 Campbell 和 Cochrane(1999)提出,指反映市场总体变动的指数的行为。

② Barberis 和 Thaler(2001)把它们归为"平均回报的截面分析"。现有文献中对于"可预测性"、"异常现象"没有作明确分类,有时有些作者将它们混用。Barberis 和 Thaler(2001)对可预测性的划分也不严格。我们这里将 Barberis 和 Thaler(2001)的两类分类法扩展为三类。当然,这种分类本身并不十分重要。

③ 有迹象表明企业会操控某些信息以达到某种目的。因为这是非法行为,理论上没有太多讨论的价值。

国、日本和英国的投资者分别将资金的90%、98%和82%投资于本国股票。“家乡情结”表明投资者并非完全依照基本因素的理性原则投资,投资的分散化程度不足。

2.“频繁交易”。由于股票的基本价值变化很小,按基本价值则投资的理性投资者的交易应当是很不频繁的。事实却相反,在世界上的大多数交易所里,交易的频繁程度都远高于理性原则应当达到的程度。

3.“出售效应”。研究发现,当投资者遭受损失时,他们一般不轻易出售股票以“实现”这种损失;而在有盈利时却比较愿意出售股票。由于信息是均衡分布的,这种现象不符合理性范式。事实上,平均而言,被投资者出售的股票在被出售后其股份表现强于投资者继续持有的其他股票。可见,“出售效应”违反理性原则。

传统理论正是在这些前提假设的基础上发展出一系列关于证券投资的相关学说。然而,投资者心理对证券市场的重大影响,已经多次背离了经济学和金融证券投资研究的金科玉律,如著名经济学家弗里德曼(Friedman, M.)认为,投机可以熨平市场波动。然而,他的理论假定就是如上所述的“完全竞争市场”和“理性经济人”,现实中的证券市场表现并非如他的理论所预言的那样,而是与其背道而驰(Thaler, R.,1991)。学者们开始意识到:金融市场中的经济行为是个体在相互作用过程中以客观化形式外在表现出来的对经济刺激的主观反映。对金融现象的研究应该从心理向行为作逻辑推演,从经济行为的发生、发展、演变的内在心理机制以及投资者心理活动的特点和规律入手,探索经济现象之间的相互联系,寻找经济过程中规律性的东西,揭示经济现象的本质。于是一个极富挑战性的交叉研究新领域——行为金融学应运而生,并在近几年内成为金融与证券领域研究的焦点(Shiller, R.,1997)。尤其值得指出的是,1980年代后期以来,由于经济心理学家Kahneman和Tversky教授在预期理论(Prospect Theory)领域的卓有成效的研究,推动了行为金融学的研究真正取得了较大的发展。1997年美国西部金融学会(AWFA)在圣地亚哥(San Siego)举行的学术年会就以行为金融研究作为其学术交流的主题。

4.1.2　行为金融学的兴起

作为一个新兴的研究领域,行为金融学至今还没有为学术界所公认的严格定义。因此我们在这里也只能给出几种由行为金融领域一些颇有影响的学者提出的定义。虽然无法避免其局限性,但都有自己独到的见解,可以作为行为金融研究的基础概念。

1. 行为金融学指的是研究人类理解信息并随之行动,并作出投资决策的学科。通过大量模型,它发现投资者行为并不总是理性、可预测和公正的。实际上,投资者经常会犯错(Richard Thaler,芝加哥大学教授)。

2. 行为金融学是从对人们决策时的实际心理特征研究人手讨论投资者的投资决策行为的,其投资决策模型是建立在人们投资决策时的心理因素的假设的基础上的(当然这些关于投资者心理因素的假设是建立在心理学实证研究结果基础上的)(Shiller, Robert,耶鲁大学教授,NBER——美国国家经济研究局资深研究员)。

行为金融学的研究思想相对于传统经济学是一种逆向的逻辑。传统经济理论是首先创造理想然后逐步走向现实,关注的重心是理想情况下应该发生什么;而前者则是以经验的态度关注实际上发生了什么及其深层的原因。这种逻辑是一种现实的逻辑、发现的逻辑。从最根本上来说,行为金融学研究的是市场参与者表现出的真实情况是什么样的,以及从市场参与者表现出的特性来解释一些金融现象。行为金融学家认为:

(1) 投资者是有限理性的,投资者是会犯错误的;

(2) 在绝大多数时候,市场中理性和有限理性的投资者都是起作用的(而非传统金融理论中的非理性投资者最终将被赶出市场,理性投资者最终决定价格)。

美国威斯康辛大学的著名行为金融学教授德朋特(De Bondt, W.)认为,行为金融研究的主要理论贡献在于打破了传统经济学中关于人类行为规律不变的前提假设,将心理学和认知科学上的成果引人到金融市场演变的微观过程中来。行为金融学家和经济心理学家们通过个案研究、实验室研究和现场研究等多种实证研究方法,使得人们对于经济行为人的各种经济行为的特征及其原因,有了进一步的认识。

与一些所谓的纯学院理论不同,行为金融理论也具有显著的实践指导意义。索罗斯(Soros, G.)堪称是行为金融理论的实践家。这位获得巨大成功的投资家所倡导的"反射性"理论的核心部分内容完全符合行为金融的理论。他认为投资者的认知是金融市场不可忽略的重要有机组成部分。投资者通过"认知函数"和"参与函数"和市场价格相互影响。市场的客观表现和投资者的主观预期互为对方的函数变量,从而形成一个循环嵌套的过程。此外,索罗斯还认为人的决策始终不会是完备条件下的决策,也就是说人的决策始终是有偏差的,金融市场上资产的价格是其价值的有偏差反映。与索罗斯相对应的,美国证券市场中的 LSV 投资公司、Fuller&Thaler 投资公司以及 David Dreman 和 Ken Fisher 等基金管理人均是以行为金融理论体系为指导,管理着相当规模的"行为金融基金"。另据美国《新闻周刊》报载,"华尔街热情欢迎行为金融学家,……纽约著名的 Prudential Securities 公司聘请哈佛大学的心理学教授来给投资者们分析股市走势"(Levinson. ,1995)。

迄今为止,行为金融学的研究主要集中在金融市场中大量存在的"反常现象"(Anomalies),如规模效应(Size effect)、均值回复(Mean-reversion)、期权微笑(Options smile)、反应不足(Under-reaction)、过度反应(Over-reaction)、近视性损失规避(Myopic loss aversion)、心理账户(Mental accounting)等(Thaler, R.)。其中,证券市场中的追风行为("羊群"效应)也日益受到研究者们的高度关注,并成为西方金融理论与证券市场研究的一个新热点。研究者们认为,追风行为作为证券市场中的一种重要的投资现象,其实质是证券投资者投资决策的外在表现,它的产生与发展对于证券市场起着不可低估的作用,然而它同样强烈地背离了证券市场的传统理论。

4.2 行为金融学的理论框架[①]

行为金融学的建立可以追溯到 1952 年发表的两篇文章,这两篇文章

① 本文这一部分较多参照了唐旭主编的《金融理论前沿课题(第二辑)》中"行为金融学"一章,中国金融出版社,2003,第 9—22 页,和黄少军"行为金融学理论的前沿发展"《经济评论》2003 年第 1 期,第 101—105 页。

讨论了个人投资者组合其证券投资所依赖的行为基础。一篇文章是马科维茨(Markowitz)的,另一篇是罗伊(Roy)的。他们在文章中引入的概念给心理学家和经济学家的工作带来了灵感。例如,马科维茨关于现在的财富与习惯上的财富的差别的讨论;罗伊在建立其"安全第一证券组合模型"(Safety—first Portfolio Model)时对人的行为的讨论都具有开创性。

自此以后,直到斯洛维克(Slovic)出现,行为金融的研究才又复兴起来。斯洛维克1972年在《金融》杂志(Journal of Finance)上发表的文章,解释了为什么行为心理学家的发现应用于证券分析、股票经纪人和投资者的原因。他提醒人们注意一系列关键因素,这些关键因素在人们做出预测时会引起系统性错误,他指出专家判断的不准确性。而特维斯基和卡恩曼从1974年起发表的文章,为他们赢得2002年经济学诺贝尔奖奠定了基础。

但是,行为金融学真正产生较大影响,是在1980年代末以后,特别是近几年,行为金融学通过自己的实验手段得出与传统的经济与金融理论不同的结论,并在对现实经济的解释中得到较好的应用,因而在这个领域中活跃的学者越来越多,其影响力也越来越大。

总体上讲,行为金融学与传统金融研究的区别主要在对以下三大主题的答案之不同。

4.2.1　拇指规律与经验驱动偏差

从事金融实务的人之所以犯错误,是因为他们依赖"拇指规律"吗?传统金融理论的答案是"否",而行为金融学的答案是"是"。传统的金融理论假定,当实际工作者处理数据资料时,他们正确而适当地使用统计工具。因此,他们在理论分析时对人的行为假定是:理性预期(Rational Expectation)、风险回避(Risk Aversion)。但行为金融学不这么认为,相反,他们认为实际工作者使用拇指规律,即经验的方法来处理数据资料。关于拇指规律的典型例子是:"过去的业绩是对未来业绩的最好预测指标,所以对投资基金投资要选择有五年最好业绩的基金。"其实,这并不全对。因此,持有这种偏见的实际工作者就会犯错误。所以,行为金融学讨论的第一个主题就是:经验驱动的偏差(Heuristic-driven Bias)。

人们的认识常常受过去所接受的信息的影响,这些信息又常常是片面的。因此,若根据这样的信息在对将要发生的事做出预测时,就容易犯错误。日常生活中这样的例子很多。

Tversky 和 Kahneman 在 1974 年讨论了行为金融学的两个重要概念:经验的方法(heuristics)与偏差(biases)。前者指理性决策者在做出正常决策时所使用的"拇指规律"。但是,因这个规律并非完美的,运用此规律很容易出现偏差。他们讨论了三种具体的经验方法:选择性偏差(representative ness);有用性(availability);锚定效应和调整(anchoring and adjustment)。

选择性偏差在早期行为金融学著作有重要作用。卡恩曼与特维斯基认为,人们常常根据自己对特定事件的代表性观点,来估计某些事件发生的概率。例如,随机掷硬币的结果,人们可能判断,正反正反正反的结果比全是正面或全是反面要多,因为前者似乎更多地代表着 50% 对 50% 的概率,这是错误的。具体地说,人们错误地相信了"小数定律",将一系列的负相关归因于一个确定的和独立分布的随机过程。

关于选择性偏差,我们还可举出另外的例子,比如,用高考或高中成绩来预测大学生的毕业成绩或在大学的平均成绩。很多人认为入学成绩高的仍会有高的大学成绩,其实误差很大。谢夫瑞(Shefrin)教授对他所在学校的学生成绩做过研究,得出结论是,不同成绩的学生进入大学以后,入学成绩最低的学生最为刻苦,因此,大学成绩按组分,其差距缩小了。

关于锚定与调整,锚定(anchoring)是指人们在判断某事物发生的概率时,倾向于和过去已有的相关估计相联系。如证券分析师总是习惯于"锚定"自己的思维,他们喜欢提出一个依照以往经验所做的投资建议,但由于该建议没有依照观实情况充分调整,往往适用性有限。在证券市场经常可见的现象是,分析师一开始拥有的信息往往引导他们形成最初的信念,而且在很长的时间里会左右他们的判断。证券分析师对新的情况没有足够的反应(对新情况作出的反应太保守),没有尽快修改他们对收益的估计。结果,向上的收益冲击趋向于更强的向上收益冲击;向下的收益冲击伴随着更大的向下冲击。正所谓强者恒强,弱者恒弱。

4.2.2　形式和实质

形式(form)和实质(substance)影响实际工作者吗?这里的形式,指的是一个决策问题的类型或架构(frame)。行为金融学假定:除了客观考虑之外,实际工作者对风险与收益的感受极大地受如何决策的影响。因此,行为金融学第二个主题是:架构依赖(frame dependence)。相反,传统的金融学假定架构独立(frame independence)。这意思是风险与收益是透明的、客观的,实际工作者可以通过透明客观的风险、收益观测到全部决策过程。

架构独立是莫迪利安尼—米勒(Modigliani-Miller)对公司财务研究的核心。让他们解释这一点时,米勒最为经典,他说:如果你将一块钱从右口袋转到左口袋,你并不因此而更富有。弗朗科和我严格地证明这一点。但谢夫瑞认为,一个人保留一块钱在左边口袋还是在右边口袋只是一个形式问题,用以描述问题的形式就被叫做它的架构(frame)。"当我说架构独立时,我的意思是,形式与行为无关。传统的金融假定,架构是透明的。然而,许多架构还不是透明的,相反,是相当晦暗的。当一个人难以看到整个晦暗的架构时,他的决策典型地要依赖于他所使用的具体架构。结果,形式上的不同就会有实质的不同,行为反映了架构依赖。"①

Kahneman 和 Tversky 1979 年提供了架构依赖的证据。他们研究了人们对预期亏损的反应。这里我们用一个例子来说明:假定你面临一个选择:

(1) 接受一个确定无疑的亏损 7 500 元;

(2) 选择一个机会,这个机会有 25% 的把握没有亏损,75% 的机会是要亏损 10 000 元。

两个选择的综合亏损都是 7 500 元,你将选择哪一个。大多数人会选择后者,赌一把。为什么呢,因为厌恶亏损!这个不确定的选择,给了他们不亏损的希望。卡尼曼和特维斯基把这种现象叫做亏损回避。

因此,人们喜欢一种使亏损变得模糊的架构。当他们感觉到对导致

① Hersh Shefrin, Beyond Greed and Fear, Harvard Business School Press, p. 23, 2000.

亏损的决策负有责任时，人们对亏损的经历感受就更强烈。这种责任导致人们产生后悔心理。后悔又是一种情绪，难以控制自己情绪的人，就是缺乏自控力。也有一些人建设性地使用架构效应来帮助其处理自控难的问题。这些都是架构依赖的例子。

4.2.3 无效的市场

错误与决策架构会影响市场价格吗？行为金融学认为，经验驱动的偏差与架构效应引起市场价格偏离基本价值。相反，传统金融认为市场是有效的。有效性的意思是，每一证券的价格与其基本价值相符。因此，行为金融学的第三个主题是：无效的市场（inefficient market）。

市场有效还是无效，是金融学中争论最为激烈的问题之一。有效市场理论在1970年代至1990年代中都是居于主导地位的金融理论。该理论认为，市场是有效的，有关股票的信息都会反映到股票价格上，因此，其价格与其基本价值相符，任何投资者都不可能在市场上获得超额利润。法玛（Fama）教授进一步将有效性理论细化为弱式有效、次强式有效和强式有效[①]。

1. 弱式有效。弱式有效是指过去的信息影响着过去的价格与回报。弱式有效市场假设认为，基于对过去的价格与回报的了解，人们是不可能获得按风险调整的超额利润的。在风险中性的假定下，市场有效假设就转化成随机游走假设，那么股票回报完全不可预测的说法就是基于过去的回报而言的。

2. 次强式有效。当证券的价格与回报是过去的信息与现在的公开信息结合的产物时，就称之为次强式有效市场。次强式有效市场假设认为，投资者不能利用任何公开的有用信息来获取超额利润。因为，只要信息一公开，马上就会反映到价格上去，那么，投资者就不可能用这些信息来预测收益，从而获得超额利润。

3. 强式有效。强式有效是指市场上的内幕信息会很快扩散，迅速影

① Fama, E., 1998. Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance. *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 283—306.

响市场价格。一些人认为可以通过提前获得内部信息来赚取超额利润,而强式有效市场假设认为,由于在这样的市场上,内幕信息会迅速扩散,并反映在价格里,因此,投资人不能获得超额利润。

然而,行为金融学家认为市场并不是有效的,相反,它是一个无效市场。这里我们举一个例子:美国的长期资本管理公司(Long-term Capital Management,LTCM)破产案。在公司全盛时期,他们宣传自己是全球金融市场的价格异动的开拓者。就这个问题,当时的 LTCM 公司合伙人之一,经济学诺贝尔奖获得者梅隆·斯科尔斯(Myron Scholes)与科斯科财务公司(Conseco Capital)副总裁安德鲁·周(Andrew Chow)的一段对话很有意思。周对斯科尔斯说:我认为不会有许多纯粹的异动现象发生。斯科尔斯回答说:只要不断有人像你这么想,我们就可以赚钱了[①]。这个回答可能不是赢得朋友的好方法,但对于因果关系来说却是正确的:投资者的错误是价格偏离的原因。这样一来,市场还是有效的吗?事实上,LTCM 在 1994—1997 年用杠杆赌博方法做得很成功,他们用斯科尔斯(Scholes)与默顿(Robert Merton)合作研究的期权定价理论[②]在全世界寻找价格与价值偏离的证券,并进行杠杆投资。因此,另一位诺贝尔奖获得者默顿·米勒[③](Merton Miller)这样说:只要梅隆告诉我,他们正在全世界吸入镍币就行了,因为他们是杠杆投资,其总量就是相当可观的盈利[④]。如果市场正如他们所说,那市场还是有效的吗!

4.3　理论观点及其研究方法

金融行为学的研究,基本是在微观经济的范畴,而且主要是对证券市场上投资者行为的研究。他们使用了大量实验的方法,将人的行为进行定量分析,从而得出有价值的结论。近年来发表的和出版的行为金融学的研究文章与专著很多,涉及金融市场的各主要方面。本节主要介绍一

① Hersh Shefrin, Beyond Greed and Fear, Harvard Business School Press, p.33. 2000.

② 他们因此而获得 1997 年经济学诺贝尔奖,并成为 LTCM 的合伙人。

③ 他获得 1990 年经济学诺贝尔奖。

④ Hersh Shefrin, Beyond Greed and Fear, Harvard Business School Press, p.34, 2000.

些重要的观点和结论。

4.3.1 关于定价问题

有效市场理论对投资者是否会犯错误有不同看法。一些人认为,几乎所有的投资者都是适当的贝叶斯主义者,他们不犯错误;另一些人承认,投资者个体会犯错误,但在整个市场上,他们所犯错误是非系统的、可自我抵消的,这就意味着价格由理性的边际交易者确定;还有其他一些人认为,犯错误的投资者从长远看来会被赶出局,因为他们在同信息交易者(information trader)的不成功的交易中损失掉了财富,因而只有信息交易者可能生存下来,所以市场才变得有效。

传统的资产定价模型将有效市场假设同风险收益均衡理论结合起来。例如,在资本资产定价模型(CAMP)中,一般都假定投资者用收益的标准差来测定风险,能正确认识协方差原形(covariance matrix),就能预测所有证券的收益。行为金融的模型放松了这个假定。这就出现了两个问题:

(1) 除了投资者有不正确的认识之外,市场有效性还需要什么条件?

(2) 这个不正确的认识如何影响到收益与风险间的关系?

Shefrin 和 Stateman1994 年推导了一个资产定价的行为理论来说明以上问题。他们的模型集中在不犯错误的信息交易者[①]与会犯各种错误的噪声交易者[②]间的交叉点上。噪声交易者所犯错误是由于选择性偏差所引致的。这就是说,一些投资者根据小数定律对事件的发生概率进行了错误估计,同时,其他人又对前一事件的发生对后一事件的影响估计不足。在这个模型的架构中,当市场由单独一个具有代表性的投资者构成,而这个投资者的观点是按财富加权组合了若干个单个投资者的观点所形成的,那么资产的价格就被确定下来了。当个人所犯错误有差异时,这个有代表性的投资者也会犯错误。然而,由于我们谈到的是总体,那么,这些错误就不会同个人投资者所犯错误一样。

---

① 所谓信息交易者是指那些能获得正确信息,并能正确使用信息的评判交易者。

② 噪声交易者是指那些不能获得或正确使用信息的证券交易者,他们往往高买低卖。

对于法玛的名言:“价格充分地反映了所有的有用信息”,Shefrin 和 Stateman 1994 年认为,市场只有在这样的时候是有效的,即所有的投资者都认为他们能够得到所有市场参与者所拥有的信息。他们认为,若要市场有效,有两个充要条件:

(1) 整个市场上,投资者的平均错误必须为零。这就是说,错误不能是系统性的或说全部投资人个别错误的非加权平均必须是零。

(2) 对于所有投资者,任何错误的分布都必须是平滑的。

从技术上说,投资者的错误与投资者财富的协方差必须为零。这既可能因为系统性错误;也可能是因为易犯某一特定错误的财富投资者引起了某些证券价格偏离其基本价值。谢夫瑞和斯德特曼假设任何投资者的错误活动都是独立于其财富的,这样,除了所有的投资者都是信息交易者这种特例之外,市场不可能总是有效的。至多,他们在有效与无效之间摆动。

当市场有效时,所有的证券在投资者不犯错误的情况下定价。在这种情况下,任何证券的风险溢价都由其 β 值[①]决定,其均方差则成为基准点。当市场无效时,由于充要条件之一或两个充要条件都不存在,那么,均衡风险溢价就由基本风险与情绪(sentiment)两者共同决定。这就是说,在无效市场中,风险溢价由行为上的均方差证券组合与对应的 β 值所决定。

在短期,无错误的信息交易者会消除所有的错误定价,这是因为情绪既会为这些交易者产生额外的风险,也会产生额外的盈利机会。但在边际点上,额外的预期回报不会刚好弥补由于情绪所引起的额外风险。

在长期,信息交易者甚至不会在市场上起主导作用。1992 年,布鲁姆(Blume)和易斯勒(Easley)提出,有三个条件使投资者从市场上“出局”:

(1) 对回报分布的认识错误太大;

(2) 投资者的相对风险回避系数离 1 太远;

(3) 投资者没有以足够快速度补充资金。

---

① 证券的 β 值是指某一(组合)证券的波动性与整个市场波动性之协方差。

因此,即使是信息交易者,只要他满足这三个条件之一,也可能要"出局"。实际上,信息交易者对风险的容忍度也是其是否"出局"的因素之一,如果对风险过度容忍,或没有足够的容忍度,都有可能"出局"。

即使市场上都是不犯错误的信息交易者,也可能会出现价格偏差。限制信息交易者消除价格偏差的意愿与能力,被称为"套期限制"。西勒弗(Shleifer)和维希里(Vishny)1997 年讨论了产生限制的几个原因。原因之一是:为进行期权与期货交易,保证金交易者必须先交纳保证金。当投资者试图发现价格偏离而产生的投资机会时,他可能发现,当执行这个战略时,价格偏离得更厉害了,这就要求他提供更多的保证金。比如,一个投资者发现某只股票价格已经超跌了,投资机会出现了,因此,他毫不犹豫地买进。但是;当他买进后,该只股票还继续往下跌。如果缺少资金,在保证金交易下,他就不得不将手中的证券亏本套现。这就是他所面临的风险。对这个风险知识的了解足以使他限制自己的套利行为。如果投资者是一个货币经理,那么,假如他的投资人得知,当价格偏离持续恶化时他有了亏损,这些投资人也就会赎回他们的基金和经理的风险资本。因而,货币经理也会限制自己的套利行为,也就会限制信息交易者的消除价格偏差的能力。

4.3.2 过度反应与反应不足

过度反应与反应不足在行为金融学的研究中,是两个重要的概念或两个重要的行为。这个概念对有效市场假设提出了最重要的挑战,因此,理论家们对此付出了很多精力。

1985 年,德·本特(De Bondt)和赛勒(Thaler)推测,投资者对收益(Earnings)的过度反应,是股票价格暂时偏离其基本价值的结果。他们提出,投资者对极端收入的过度反应,是因为投资者不能认识到极端收入回复到平均水平的范围和程度。

欧登(Odean)1998 年的研究将过度自信问题提升到金融学研究的重要高度。他提出了精确测定过度自信度的方法。他向大家展示,依靠机构对市场的指导,过度自信怎样影响到交易量、波动性、市场深度和收益。他得出了四个结论:

(1) 当价格承受者,内部人或做市商过度自信时,交易量会上升;

(2) 过度自信的交易商增加了市场波动性;

(3) 过度自信增加了市场的深度;

(4) 当过度自信的投资者对新信息重视不够时,各种收益正相关,当过度看重新信息时,为负相关。

最后一个结论与过度反应与反应不足有关[①]。

对过度反应与反应不足的研究涉及以下几个现象及其对它们的解释。

(一)"输家—赢家"效应

通过实证研究,德·本特和赛勒确定,前一期的绝对输家(亏损者)倾向于被低估,而前一期绝对赢家则被高估。他们认为,"输家—赢家"效应发生在价格偏差得到纠正的时期。他们证明了,前期的输家最终赢得了正的经过风险调整的超额回报,同时前期赢家最终赢得负的经风险调整的超额回报。这就是所谓的"输家—赢家"效应。

德·本特和赛勒1987年调查了一系列重要问题,涉及不同β值的时间影响,如一月配股现象,动量、规模所起的作用,账面值/市场值,收益公告,赢家回报与输家回报间的不平衡等。这些问题都是对过度反应与反应不足进行争论的核心问题。

"输家—赢家"效应现在已被承认为一个事实,但不同观点的争论在于风险还是价格偏离构成这个效应发生的原因。1985年,本特和赛勒争论说,当风险由CAPM理论中的β来测量,而在测量期的β又是常数时,这个效应可由风险加以解释。还有,CAPM理论中的β依杠杆程度不同而不同,它又依股权的市场价值的不同而不同。要检验不同风险的时间效应,本特和赛勒设立了套利证券组合,这个组合向购买前期输家的同时卖空前期赢家的人融资。在这个套利证券组合中,前期输家市值的下降,正好被前期赢家市值的上升所抵消。

市场风险溢价高的时候,β值的差也高,而市场风险溢价低的时候,β

① Odean, Terrance, 1998. Are Investors Reluctant to Realize Their Loses. *Journal of Finance*, 53, pp. 1775—1798.

值的差也低。在这种情况下,在套利证券范围内,β 值微小的差都可能产生错误的指示器。本特和赛勒发现,在市场上升期,输家证券组合比赢家组合有更高的 β 值。而当市场处于下降期,输家有较低的 β 值。他们指出,"输家—赢家"效应更接近于账面值/市场值效应。账面值/市场值指股票的账面值与其市场值的比率。具有较高账面值/市场值的公司,在按 CAPM 理论的 β 来调整风险时,就有较高的收益。

如果投资者有过度反应行为,那么,他们对什么做出过度反应呢? 前期回报(returns)还是收益(earnings)? 在他们的研究中,过度反应是对收益而不是回报。实证上的证据表明,收益最终会回到平均水平。而许多投资者不懂这个道理,预测最近处于低收益的股票更有可能会继续成为低收益股票。

"输家—赢家"效应主要集中在一月,特别是在一月配股时。为什么会是这样仍是一个谜。它可能与"年转折点"(turn-of-the-year)有关。

(二) 动量效应(Momentum Effect)

动量效应是行为金融学中的一个重要概念,杰加迪西(Jegadeesh)和梯特曼(Titman)1993 年就美国股票证明了动量效应(momentum effect)的存在。罗温霍斯特(Rouwenhorst,1998)则用国际股票市场的数据证明了这一点。杰加迪西和梯特曼研究了一个证券组合,他们用"J 月/K 月"这个术语来描述这个组合。在这个组合中,股票被持有 K 月是基于前 J 月中所赚得的回报所决定的。他们把股票按十只一组分组,注意观察前十只与最后十只股票,这些是绝对"输家"绝对"赢家"。然后他们检验一个零成本交易的相对价格上升趋势战略,在这个战略中,他们买进过去的赢家,卖出过去的输家,每个月替换掉组合中的 J/K。这里的 J 和 K 是 3 的倍数,且不超过 12。他们特别注意到,当 J = K = 6 时,在 1965—1989 年期间,每月回报接近 1%。注意到这个回报不能用 CAPM 风险这个概念来解释,因为零成本赢家减去输家证券组合的应是负的。它也不能用时间变量风险、规模、系列协方差或者滞后效应来解释。

在杰加迪西和梯特曼分析相对价格上升趋势效应时,收益也起到了很重要的作用。他们指出,在收益公告前后的回报构成了零成本相对价格上升趋势战略回报的 25%。当然,在研究这些问题时,收益的增长并

非惟一的基本变量。

(三) 魅力股与价值股

拉孔尼修克(Lakonishok)、西勒佛(Shleifer)和维西勒(Vishny)(以下简称 LSV)1994 年使用了两个词"魅力股"(glamour stocks)和"价值股"(value stock)来讨论回报问题,魅力股是指这样一些股票:

(1) 过去业绩很好的股票;

(2) 预计未来也很好的股票。

而价值股指那些过去业绩不好,将来业绩也不好的公司股票。

投资者怎样测定业绩呢? 使用相对价格上升趋势战略的投资人持有前期赢家,其业绩就用前期回报来测量。像前面所讨论的那样,尽管赢家在短期获得了正的前期异常回报,但长期中,他们的业绩会比较不好。

业绩也可用其他的判断标准来衡量,如销售的增长。LSV 建议使用过去的销售额作为对过去业绩的一种衡量标准。以价格比收益或价格比现金流作为衡量未来业绩的衡量标准。使用这样的判断标准,他们研究了一个投资者购买了魅力股和避免了价值股后的生活。在某种程度上,大多数投资者喜欢魅力股而不喜欢价值股,后者可能被看做传统的战略。另外,LSV 也研究了完全相反的投资者的生活,这个投资者持有价值股而避开了魅力股。

在 LSV 的讨论有三个主要的结论:

1. 在 1963—1990 年,持有 5 年价值股证券组合的回报比持有"魅力股"证券组合每年要高 10% ~11%,按规模调整后在 8% ~9%。LSV 考虑到了"魅力股"与"价值股"的不同定义,他们将"魅力股"的定义在过去的销售增长高和高市场价格对现金流的股票上。

2. "价值股"的业绩超过"魅力股"的现象不能用风险来解释。他们争辩说,如果能用风险来解释上述关系,那么,价值股在"坏时期",如衰退时期,就应该比"魅力股"表现差。然而,他们发现,在 1963—1990 年间,价值股在四个衰退期中有三个表现得比魅力股好,只有一个的确有点糟。他们也发现,价值股在股票市场最糟糕的 25 个月比魅力股表现要好。因此,他们得出结论,风险不能解释为什么价值股比魅力股表现好。

3. 他们检查了基本变量的增长率,如销售和现金流,在证券组合形

成之前与形成之后的一段时间内是怎样变化的。他们发现,在证券组合形成之前5年和证券组合形成之后2年内,魅力股的增长率超过价值股。然而,从这以后开始反过来了。例如,在证券组合形成后的3—5年中,价值股证券的现金流增长了11%,相反,魅力股只增长了8.6%。他们认为,因为魅力股的增长率没下来低于价值股,要花几年的时间,所以市场错误地外推基本因素的增长率,并且很缓慢地从这些错误中学习。这个特征在杰加迪西和梯特曼发现的短期动量与德·本特和赛勒发现的长期反转间架起了一座桥梁。

(四)短期动量与长期反转的几种解释

对于短期具有动量效应而长期反转特征的回报方式,有多种理论解释,其中有三种理论值得注意。

1. 巴瑞士(Barberis)、西勒弗(Shleifer)与维西勒(Vishny)(简称BSV)1998年推导了一种解释,他们将心理学文献里的关于保守主义、选择性偏差所导出的洞察力与凸显性——这个有收益公告后的价格移动研究文献中常用的概念——结合起来解释。这种解释的特点是用反应不足来解释短期动量效应,用过度反应来解释长期反转。该模型认为,投资者相信收益增长由如下两个因素之一所决定:

(1)大多数时候都适用的将要回复到平均收益的体制;

(2)长期趋势体制。一个选择性偏差的投资者永远不会确切地知道哪一个体制是适用的,而只用贝叶斯规则从历史的收益增长来推断现行的体制[①]。

爱德华滋1968年的研究在心理学上证明了,在特定环境下,人们对近期的证据反应不足,这正是他们倾向于保守的原因。而特维斯基和卡尼曼1982年的研究也表明了,在其他环境下,选择性偏差导致人们对近期的证据过度反应,并忽视基本率(base rate),即与本事件发生有关的前一事件发生的概率。那么,对近期证据反应不足的环境与反应过度的环境有什么区别?

① Barberis, N., Andrei Shleifer and Robeert Vishny, 1998. A Model of Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, pp. 307—343.

在 BSV 模型中,实际的收益增长是随机的,这意味着,选择性偏差的投资者强烈地相信,收益增长要回复到平均水平,那么他就会对收益的令人吃惊的变动反应不足。而当这种变动的时间稍微长一些,他们就会再想想,在一系列令人吃惊的收益变化之后会发生什么。这样,选择性偏差投资者就会调整他们关于通行体制的想法,转而更愿意相信收益的增长由趋势性体制所决定。既然实际收益是随机的,没有趋势性(without trend),选择性偏差投资者对近期发生的大多数令人吃惊的事件就会过度反应。

2. 丹尼尔(Daniel)、赫尔胥勒费尔(Hirshleifer)和沙布拉曼亚姆(Subrahmanyam)(简称 DHS)1998 年对于短期动量与长期反转问题提出了一个基于行为金融学的解释,这个解释不同于 BSV。投资者对私下的和公开的信息做出不同的反应方式中,DHS 强调过度自信与有偏差的自我归因(biased self-attribution)的不同作用。前面已讨论过过度自信问题。而有偏差的自我归因的意思是:个人因正的事件而得分,并将其归因于他们自己的技能,因负的事件而失分,并将其归因于运气不好①。

在 DHS 模型中,获得信息的投资者对一只证券的价值获得了有噪声的信号。如果这个信号是私下的,他们对这个信号的反应带有过度自信,过高估计其正确性。让我们假设一个投资者获得了一个私下信号,这是针对他所拥有的股票进行分析的结果。如果这个信号是公开的,投资者不会过度自信并能正确地对其准确性做出估计。但私下的信号使有偏差的自我归因发生作用,导致过度自信的程度持续加大。当一个投资者做出一项评估,且最终公开的信号证明了最初评估的正确性,他就会变得更加过度自信。

DHS 模型有两个重要的特征。

1. 信号是私下时,证券价格具有冲动功能:若信号是正向的,获得信息的投资者马上就会做出过度反应,证券价格因此而变得过高。但是,由于有偏差的自我归因的作用,当信息在陆续公开后的很短的时间内,证券

① Daniel, K. D., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 1998. Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions. *Journal of Finance*, 53, pp. 1839—1886.

价格将趋于大大高于平均价格水平。但随着信息逐渐公开到位,投资者们就会看到,他们最初的乐观预测并未出现。因此,修正阶段出现了,价格最终出现反转。价格变动的时间序列具有这样的特征:初期的动量,随后的正的自动修正,当公开的信息不能证明最初的判断时,就有一个反转。

尽管定价方式同 BSV 相似,但估计方法有明显不同。让我们考虑一个事件,该事件使价格随动量而上升。在 BSV 中,动量阶段的特点是反应不足,投资者们对好消息慢慢地做出反应。这样,在动量形成的初期,证券价格在这初级阶段被低估了。在 DHS 中,动量阶段产生于过度反应。反应不足确实也出现了,但它出现在修正阶段。市场花了很长时间来修正初期的过度反应,就是反应不足。

2. 涉及信息的特征(私下的或是公开的)和市场的反应间的关系。在 DHS 中,投资者可能对一个公司的公开信息反应不足,但也还不会说这必然使价格保持不动。当公开的信息同时被公司的经理们和投资者获得时,可能价格会不动。然而,若公司的经理们预先从私下的渠道获得该信息,然后选择晚一点再公开它,这样,投资者最终的反应不足就将产生,且典型地同价格变动相联系。

3. 洪(Hong)和斯顿(Stein)(简称 HS)在 1999 年寻求能像 BSV 和 DHS 那样解释实证现象,但他们确实不能像 BSV 和 DHS 那样,基于自己的特定的金融行为要素来做出解释。相反,HS 将注意力集中在两组界定为理性交易者间的交点上:即"新闻观察者"(newswatchers,或基本面主义者)和"动量交易者"(momentum traders,或技术分析师)。注意,新闻观察者并不相信过去的价格,而动量交易者则不相信基本信息①。

在 HS 架构中,新闻观察者做交易是以在交易大众中慢慢传播的信息为基础的。动量交易者则是简单的趋势外推法为基础交易的。因为信息慢慢传播,新闻观察者对新的基本面信息反应不足。他们的反应不足导致价格不动,而同时动量交易者感受到了并加大了交易。因此,动量交

① Hong, Harrison and Jeremy Stein, 1999, A Unified Theory of Under-reaction, Momentum Trading , and Overreaction in Asset Markets. *Journal of Finance*, LIV(6), pp. 2143—2184.

易者的行动就减少了市场上的反应不足的程度,直到某一个点。又因为他们使用的是比较粗糙的外推法,动量交易者的行为最终会产生过度反应,当对过度反应进行修正时,价格反转就出现了。

BSV、DHS 和 HS 的讨论,也存在一些问题。

(1) BSV 和 DHS 寻找的具有解释力的证据与跨行业的多种股票有关,而他们的模型仅具有一种股票的特征。

(2) 在 BSV 和 DHS 中,投资者推断出通行的体制就能正确地应用贝叶斯规则,而个人不能正确应用贝叶斯规则正好是爱德华滋 1968 年对保守主义分析的核心,也是特沃斯基和卡内曼 1982 年讨论的基本率权重过低的核心。

(3) BSV 模型假设的是单个的具有认知偏差的投资者,他相信偏差可以归因于个人。HS 指出,DHS 模型是一个具有偏差的投资者模型,在这个模型中,价格由风险中立的交易者确定,这些风险中立的交易者遭受过普通的过度自信偏差带来的损失。

(4) 在 HS 中,在方法上,新闻观察者同他们推导的交易计划不一致。如果他们仅仅打算在短期内做交易,但随后就同动量交量者做交易,那么他们就会对基本面信息做出反应。

以上三个模型都寻求对同样的,涉及动量与反转的实验现象做出解释。这些模型确实相互间是不同的。关键的区别是过度反应与反应不足的基础。前面提到的欧登写道:人们对于不太相关的,但更能抓住注意力的信息做出反应……同时对重要的简要信息反应不足。他认为,人们过度评价显著事件、案例、轶事和极端现实的事情,并过分着重不相关的资料。他们对统计信息摘要反应不足,过低估计样本规模的重要性,并给有关资料以较低的权重。相反,DHS 认为,投资者对私下的信息反应过度,而对公开的信息反应不足。

在 DHS 模型中,动量的第二阶段具有冲击的特征,这种冲击来自于确认早先私下信号的公共信号。例如,假定一个过度自信的交易者得到一个私下的正信号,作为一个反应,他就购买了某一股票。如果该信号最终被一个公开的信号所确认,那么,交易者就会增长过度自信并将增加对该股票的购买比例。这意思就是:已经持有某股票的投资者,当该股票价

格上升(对正的公开信息做出的反应)时会比该股票价格下降时更愿意增加购买该股票。然而,欧登 1999 年发现,对于单个投资者来说,相反的方式是真实的。即投资者更愿意增加他们最初购买之后价格下降的股票,而不是那些价格已经上升了的股票。

4.3.3 关于预测

古典经济学一般都假定人们学习得很快。也有证据说不是这样。为什么人们不能学习,或只能慢慢地学习?为什么人们要坚持错误的观点?特维斯基与卡尼曼 1974 年描述了一个叫做"效力幻觉"(the illusion of validity)的现象,即过度自信地坚持错误的观点的现象。人们坚持错误观点的一个理由是他们产生了确认偏差(confirmation bias),即他们往往找出那些确认其早先观点的资料,而忽略那些不能确认这些观点的资料。

4.3.3.1 预测中的确认偏差等

索特(Solt)和斯德特曼 1988 年描述效力幻觉的一个具体例子,涉及预测。一些技术分析师持有这样的观点:情绪指数(sentiment index)(这是将金融信箱的作者对市场的未来发展方向的观点编辑整理而来的)对市场未来发展的总体方向提供了一个相反的指标。克拉克(Clarke)和斯德特曼 1998 年的研究表明,尽管这些信箱作者的观点并不具有预测力,但他们的情绪却与市场过去的走势高度相关。在大多数情况下,金融信箱的作者外推了过去的趋势。

德·本特 1993 年的研究表明,个人投资者形成其观点的方式与信箱作者相似。此外,他提供的经验证据表明,个人投资者倾向于简单的外推。在外推的时候,他们把现在的趋势看做是生成资料的过程。这些依赖于认知性偏差来形成其预期的投资者预测现在的趋势会是连续不断的。

关于德·本特的受试者,有意思的是,他们趋向于形成扭曲的预测信心间隔。当过去具有向上的特征时,扭曲是负的;当过去具有向下的特征时,扭曲是正的。那就是说,受试者似乎感觉到,向上趋势出现以后,进一步向上运动的空间就比向下的空间要小。这里要注意的是,德·本特向他的受试者提供了多种层面的价格资料,这些受试者被所提供的早先系列比例锚住了。

安德森(Andreadden)1990 年讨论了三个因素对预测的影响:

(1) 时间序列资料是平稳的还是变动的;

(2) 资料的显现性;

(3) 锚和调整。

他认为,新闻故事趋于关注变化,因此,新闻增加了价格变动的显现性。他阐述了德·本特—赛勒(De Bondt-Thaler)的"赢家—输家"效应中的两个谜:

(1) 反转集中在一月;

(2) 修正方式是不平衡的,输家效应要比赢家效应大三倍。

安德森假定,反转可能在翻年时被确认,因为在那时,财务新闻的涵盖面更宽、具有更长的历史时期。那就是,相对于其他时间而言,在翻年时,新闻的涵盖面增加了对基本率的注意力。他也假定,在德·本特—赛勒的输家—赢家效应的形成期,财务方面的新闻发布会提供的新闻对赢家的要比输家的多,这个特征可能对两组投资者在如何行动上引起不平衡。安德森的这两个主张都是假设,他并未考虑德·本特和赛勒的讨论。

(1) 收益的反转也是不对称的,对输家的收益比对赢家的要大。

(2) 在形成期的第一个一月内存在动量效应。这两个特征暗含着与安德森的解释不一致的地方。

关于收益公告后的价格变动的研究文献明显地表明,分析师的收益预测不完全与过度反应模式相符。例如,分析师表现出对新信息反应不足而不是过度反应。他们对过去输家的未来收益过分乐观,而不像过度反应假设那样会过度悲观。

安德森 1992 年也发现了一些不一致的问题。在对当年及随后一年财政年度的预测上,分析师通常预测反转,他们预测短期收益将会回归平均。事实上,他们的预测过于悲观,符合前述"小数法则"的偏差。然而,在进行五年期收益增长预测时,分析师推测的结果大大超过实际水平。在做出长期预测时,如果分析师给基本率以过低权重,他们就会过度反应。这种形式符合股票收益上短期动量与长期反转结合的行为学解释。有意思的是,德·本特 1993 年讨论了这样一个事实:职业经济学家(来自学术界、企业界和政府)对股市和经济的短期预测倾向于过度悲观。

拉波塔(La Porta)1996 年回应说,德·本特对收益增长的预期太极端。例如,他发现,对于那些具有高的预期增长的公司来说,最终的收益反转趋于急剧下跌。但对于那些低收益增长的公司来说,就没有对应的反转。就回报而言,拉波塔发现:具有低的预期增长的公司一年期股票毛利润比那些具有高的预期增长率的公司平均高 20%。特别有意思的是收益公告日前后的回报。他发现:在三天收益公告中,预期增长率高的股票,其累积性的年回报是 -1.6%。这种负回报很难用建立在风险基础上的争论来证明其差异性。

4.3.3.2 预测与公告效应的关系等

对预测与公告效应的关系,学者们也做了深入的研究。像分析师那样,投资者也可能依特定环境而过度反应或反应不足。例如,沃曼克(Womack)1996 年指出,分析师建议的变化提高了市场的价格效应,尽管这些变动的公告很少同新公开的消息一致,或提供的新的事实很少。然而,投资者似乎对这些建议的变化反应不足,特别对于卖的建议,更是如此。

迈克利(Michaely)和沃曼克 1999 年讨论了市场怎样对证券公司分析师的评论做出反应,这些评论是针对那些有子公司上市的公司而发的。他们提供了一些证据说明这些分析师建议的偏颇。证券承销商分析师推荐的股票,其表现不如那些非承销经纪人(券商)推荐"买"的股票。然而,市场并未表现出充分理解这种偏差的程度,而对承销商分析师的评论反应不足。

罗格兰(Loughran)和瑞特尔(Ritter)1995 年讨论了发行新股公司(既可能是新上市发行,也可是配股)的股票价格反转问题。他们提配股的证据表明,在配股情况下,由于外推偏差,投资者会过度反应。对配股的公司而言,到配股那一年的股票回报要比配股后五年高得多。他们也表示,发行公司的业绩在发行新股前有很好的表现,发行后就下降。在 DHS1998 年推导的理论中,当一个公司的股票价格过高时,它就愿意发行新股。罗格兰和瑞特尔的发现支持了这个观点。

他们的文章说,配股公司被高估。然而,市场表现出的反应不足,不仅在公司发股票时,而且也在公司回购股票时。艾肯伯瑞(Ikenberry)、莱康尼夏克(Lakonishok)和沃尔美伦(Vermaelen)1995 年也认为,当公司回

购股票时,市场反应不足。他们指出:经理们对回购股票行为的解释,是因为他们认为自己公司的股票被低估了。确实,对一个公开的市场回购行为的通告所形成的平均市场反应为3.5%。然而,有意思的是长期业绩。具有高的"账面值/市场值"的股票在4年中平均赢得了45.3%的超常回报。按所有的公司平均,初始公告后的平均超常回报12.1%。

艾肯伯瑞(Ikenberry)、阮金(Rankine)和斯蒂斯(Stice)1996年的文章说:股票分析也有正向波动。他们研究了一拆二行为,发现这些分拆会使股票价格从高位往下掉。他们的报告说:公司规模和账面值/市场值与公告回报负相关。对魅力股的公告回报是3.96%,而价值股是0.91%。同公司对股票发行与回购进行公告一样,市场对于股票分拆公告也表现出反应不足。分拆公司的股票第一年挣了7.93%的平均超常回报,头三年的平均超常回报是12.15%。三年效应似乎是集中在具有高的账面值/市值的公司里。对于魅力股,这种效应没有超过一年。分拆股票公司的市值具有在分拆前与分拆后都向上的特征。然而,这并没有表现出是因为动量效应,公告前后的向上并不是正相关的。

没有分红的公司也可能出现类似信号,即这种公司的股票被高估。市场怎样对不分红做出反应?迈克利(Michaely)、赛勒(Thaler)和沃曼克(Womack)(简称MTW)1995年研究了这个问题。现在,大多数不分红的公司都是前期亏损者。因此,MTW假设,在德·本特—赛勒的赢家—输家效应中也应该有这样的特征。所以,WTW预期:市场应该对不分红消息做出过度反应,至少在长期如此。然而,他们发现,市场实际上反应不足。随着公告,价格至少波动一年。对红利发放的反应也具有波动的特征,这主要是价格上升波动。但是这个效应的力度只有不发红利的一半。

对红利发放与不发放的反应和收益公告波动与杰加迪西—梯特曼(Jegadeesh-Titman)的动量效应是处于同一等级的问题。因为当被预测的变量(回报)不同于预测所依据的变量(红利)时,投资者较少依赖认知偏差,而更多依赖锚,若存在一个明显的锚,就依赖调整。例如,过去的红利就可能充做投资者预测的锚。

4.3.4 可变性研究

行为金融学对可变性(Volatility)的研究主要集中在利率期限结构的可变性和股票市场的可变性上。

4.3.4.1 利率期限结构的可变性

由谢夫瑞和斯德特曼1994年推导的资产定价模型表明,基本面和情绪怎样一起共同影响利率的期限结构、整个市场回报和期权价格。他们得出了一系列结论,这些结论表明普通的情绪怎样引致长期利率的过度波动,怎样影响到市场证券组合的回报,怎样引起传统的期权定价模型的失败。他们的文章就这些问题提供了经验证据。

在理论上,长期实际利率应该比短期利率的变动要小得多。谢勒尔(Shiller)1979年争论说,长期利率的变动是相当大的,其变动方式同短期利率差不多。在一个理性市场上,期限结构的预期假定认为,当长期利率相对于短期利率而言很高时,它们还会上升。然而,谢勒尔确定了一种被大家认可了几十年的方式,证明了当长期利率相对于短期利率是高的时候,长期利率趋于下降。他在1989年指出,有大量的证据表明,在1930年代以前,长期利率过度波动,但那时的证据却只是平均利率上下波动。然而,并没有证据表明1939—1989年时长期利率过度波动,因为那时的短期利率一直向上升。

坎培尔(Campell)1994年指出,当长短期收益差高时,长期收益趋于下降,而不是像预期假定的那样上升。然而,预期假定也暗含这样的意思,长期债券相对于一个连续的短期债券所获得的超额回报,必须是在长期债券的存续期内不可预测时才会产生。这也暗含这样的意思,高的收益必须同短期利率的上升相关,不能在两三个月内就抛掉,也不能持有几年才抛掉,而要在一年抛掉。

4.3.4.2 股票市场的可变性

坎培尔和谢勒尔1998年争论道:1995—1997年全球股票市场大牛市就是价格被高估了。历史地说,这种现象只是部分地反映了其可变性,这就是价格长期脱离其基本价值,然后发生了反转。他们研究了长期回报与当期价值比率(如分红率,即红利/市价率,D/P;收益率(E/P))间的

关系。从历史数据看,低的 D/P 率伴随着低的长期回报。按 1996 年的收盘价给定 D/P 值,他们预测,在 1997—2006 年间,美国股市将损失掉其实际价值的 38%。

由德·本特和邦(De Bondt and Bang)提供的证据说,对通货膨胀的错误预期会影响到股票的价值。坎培尔和希勒(Compbell and Shiller)重复了由莫迪利安尼和卡恩(Modinliani and Cohn)1979 年提出的论点,即投资者按名义利率来折现其实际红利,这就凸显了关于货币幻觉的争论。然而,请注意,因为 1995—1997 年的通货膨胀慢慢地下降,坎培尔和希勒对莫迪利安尼和卡恩的解释就打了折扣。

红利值的折扣模型可以被转换成一个残值收入模型(residual income model),该模型的变量包括股票的基本价值对股票的账面值,未来收益流的预测和要求的股票回报。李(lee)、梅尔斯(Myers)和斯瓦米南闪(Swaminathan)(简称 LMS)1999 年用道·琼斯工业平均指数(DJLA)为股票的基本价值推导了一个残值收入测量系数 V。在实证上,LMS 用股票的账面值、利率和舆论分析师的预测来计算出 V 值,从而得到 V/P,即价值测量/市场价格。然后他们从两个方面估计 V/P 的业绩:它预测指数的未来回报情况怎样。他们报告说,在这两方面,V/P 都比他测量指标要好,如红利、收益和账面值对市场值。

此外,行为金融学还对机构投资者进行了系统的研究。如封闭式基金折价之谜。封闭式基金的交易价格远远地偏离了其资产净值这一事实,在市场有效性理论中成了一个谜。而按行为金融学的解释,这个谜的决定性因素是经验推动的偏差和架构依赖。具体地说,因为封闭式基金就是一个准股票,它同股票交易相似,因此,投资者的情绪形成了经验推动的偏差,而易变的投资者情绪使封闭式基金偏离其净值。

4.4　对行为金融理论的评述和预期

4.4.1　理论评述

行为金融理论已经开始成为金融研究中一个十分引人注目的领域,它对于原有理性框架中的现代金融理论进行了深刻的反思,从人的角度

来解释市场行为,充分考虑市场参与者的心理因素的作用,为人们理解金融市场提供了一个新的视角。行为金融理论是第一个较为系统地对效率市场假说和现代金融理论提出挑战并能够有效地解释市场异常行为的理论。行为金融理论以心理学对人类的研究成果为依据,以人们的实际决策心理为出发点讨论投资者的投资决策对市场价格的影响。它注重投资者决策心理的多样性,突破了现代金融理论只注重最优决策模型,简单地认为理性投资决策模型就是决定证券市场价格变化的实际投资决策模型的假设,使人们对金融市场投资者行为的研究由"应该怎么做决策"转变到"实际是怎样做决策",研究更接近实际。因而,尽管现代金融理论依然是对市场价格的最好描述,但行为金融的研究无疑是很有意义的。

行为金融学(behavioral finance,BF)作为新兴的金融学分支与占据金融学统治地位已经有三十年之久的有效市场假说(Efficient market hypothesis,EMH),对金融学的基础——套利,投资人理性以及自 1980 年代以来涌现出来的大量异常现象进行了达二十年之长的争论,双方此消彼长,加深了人们对金融市场的理解,促进了金融学向更广更深的方向发展。

在传统金融学的范式中,"理性"意味着两个方面:

(1) 代理人的信仰是正确的,他们用于预测未知变量未来实现的主观分布就是那些被抽取实现的分布。

(2) 给定他们的信仰,在与 Savage 的主观期望效用(SEU)概念相一致的意义上,代理人做出正常可接受的选择。

行为金融学是一种研究金融市场崭新方法,至少部分地以对传统范例面临的困难做出反应的面貌出现的。广义上,行为金融学认为通过使用某些代理人不是完全理性的模型,可以更好的理解某些金融现象。在某些行为金融学模型中,代理人的信仰不完全正确,大都是因为不恰当的应用贝叶斯法则。在另一些模型中,代理人的信仰是正确的但做出的选择通常是有疑问的,与 SEU 不相容。

行为金融学最大的成功之一是一系列理论文章表明在理性交易者和非理性交易者相互影响的经济体中,非理性对价格的影响是实质性的和长期的。文献称之为"套利限制"(limits of arbitrage),这构成了行为金融学的两大块之一。

为了做出清晰的预测,行为模型常需要指定代理人的非理性形式。人们究竟怎样误用贝叶斯法则或偏离 SEU 呢? 在此引导下,行为经济学家们典型地求助于认知心理学家汇编的大量实验证据,这些都是关于人们形成信仰时潜在的偏误,和人们的偏好或给定信仰后怎样做出决策的。因此心理学构成了行为金融学的第二大块。

4.4.2　理论发展预期

行为金融理论的发展已经完成了从批评到建设的关键一步,它已不再是纯粹的批判式理论。由于该理论所引用的主要是实验心理学的若干理论,而实验与现实生活有较大差别,这是该理论的一个弱点,行为理论也因此似乎缺乏一致性。未来的发展将是逐步将现有理论模型整合为较为统一的理论体系,并进一步获得实践的检验。估计这方面的研究将会是一阶段金融理论的热点。

另一种可能的发展趋势则是将传统金融理论与行为理论结合。Barberis 和 Thaler 指出,一种新的、可以包容两者的理论或许将替代"理性范式"与"行为范式"①。Hirshleifer(2001)指出,"在过去的几年里,金融经济学家已经逐步接受不完全理性的解说。随着时间的推移,我相信纯粹的理性范式将被范围广泛得多的心理范式所取代;在新范式中,完全理性只是一个特例"②。Daniel,Hirshleifer 和 Subrahmanyam(2001)③基于投资者过度自信的心理偏差建立一个融和新古典理性预期和行为金融非理性预期的模型,可说是朝这个方向的一种努力。

Brav 和 Heaton(2002)认为两种理论本质上是一致的。传统(新古典)金融理论的理性预期模型或有效市场模型乃建基于两个关于经济主体的最基本的假定:

---

① Benartzi, S., and Richard Thaler, 1995. Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 75—92.

② Hirshleifer, David, 2001. Investor Psychology and Asset Pricing. *Journal of Finance*, LVI (4), pp. 1533—1597.

③ Daniel, K. D., D. Hirshleifer, and A. Subrahmanyam, 2001. Mispricing, Covariance Risk, and the Gross Section of Security Returns. *Journal of Finance*, 56, pp. 921—965.

(1) 拥有完全的、理性的处理信息的能力;

(2) 拥有完全的有关经济体基础结构的知识。对金融市场各种"谜团"和"异常现象"的解释如果是放松第一条假定而保留第二条假定,就是"行为范式";如果是放松第二条假定但保留第一条假定则是"理性范式"。对于"理性范式",要正确理解它们必须区分两种理性,一是所谓"公理理性",一是所谓"预期理性"。"公理理性"指在可得信息范围内对信息的使用和处理是理性的;"预期理性"则指完全信息条件下对信息的使用和处理是理性的。他们在文章中称前者为"结构不确定性"。文章证明,面对结构不确定性,遵循贝叶斯法则的理性投资者也会表现出两种行为特征:"保守主义"和"典型认知"。他们发现,行为理论与"结构不确定"理论在数学结构和理论推论上具有相当的一致性。因此他们认为行为模型在认知上的非理性与结构不确定的信息有限性(或事件结构的不确定性)具有高度关联(例如,在非理性交易者较多的市场,结构的不确定性也更严重),从而实际上是把两种理论结合了起来①。

作为一种学术研究,行为金融学中还有相当多的问题未能解决,或有相当的金融现象未能得到良好的说明。这就需要更多的理论研究者进一步去发展,去探索。

这里,我们列出一些问题供大家在今后的研究中参考。这些问题是由西勒弗(Shleifer)在《无效的市场》一书中提出来的②。

1. 投资者怎样认知风险?这些认知怎样与实际的基本风险相关?它们怎样通过投资者自己的成功与失败而形成这样的认知?又怎样形成了投资者的问题?

2. 投资者怎样评估风险?为什么有时又很大胆(如投资于网络股票),有时又很谨慎(如回避股票投资)?不同的投资有不同的思维方式吗?

3. 促使人们形成追逐某个证券或某组证券行为模式的催化剂是什

① Brav, Alon and J. B., Heaton, 2002. Competing Theories of Financial Anomalies. Review of Financial Studies, 15, pp. 575—606.

② Andrei Shleifer: "Inefficient Markets-An Introduction to Behavioral Finance". Oxford University Press, 2000.

么?泡沫怎样开始的?

4. 为什么不同的投资者对于什么是好的投资有如此不同的认识模式?为什么他们之间的交易会如此地多?

5. 投资者的情绪对于证券发行是非常重要的吗?公司依靠什么来推销其证券?怎样"管理"红利和收益才能改善投资者情绪?

6. 如果有的话,什么是由市场无效而引发出来的投资扭曲?泡沫有助于向好的投资项目融资(这些项目不能用其他方式融资)还是鼓励了浪费性的项目?

7. 开放市场或更一般地说,向交易融资,仅仅增加了投机呢还是主要改善了套利?这样做,什么时候更有害,什么时候更有利?

8. 在一个国家内,证券投资组合的好处是什么?其成本又是什么?

9. 怎样才能阻止噪声交易(假定应该阻止)而又不阻碍套利交易?谁应当监管证券市场,怎样监管?

10. 应当改进货币经理的披露规定吗?需要对证券组合实行连续盯市制度吗?中介机构的透明度总是好的还是增加了市场恐慌?

11. 在严重的危机中,谁应当被谴责?由谁来谴责?

12. 对投资者进行教育能够克服心理上的偏差吗?如果可以,怎样做?为什么没有私人的纠偏服务?

13. 政府应该在什么时候干预市场以稳定证券价格(例如,固定汇率买卖证券、停止交易等等)?怎样才能使政府在应该干预市场时去干预市场,在不应干预时不干预市场?

对于这样的问题,我们了解得还太少。事实上,如果市场是有效的,以上问题的大多数都是有了答案,但若市场不是有效的,其答案就极为复杂。

第五章　行为经济学的发展新方向

由最初卡尼曼(Kahneman)和特维斯基(Tversky)对人类认知心理研究开始,到 Thaler 将其研究成果引人经济学和金融学领域,乃至现在学者云集,行为经济学的发展已历时 30 多年的历史。随着越来越多的心理学家、经济学家投身于行为经济学的学术洪流中,行为经济学在研究方法、研究对象和研究目的上,都有了新的发展。

5.1　案例决策理论

在研究方法上,一种名为"案例决策理论"(Case-based Decision Theory,CBDT)[①]的方法日益受到行为经济学家的青睐。面对不确定条件下的决策行为研究,无论是卡尼曼和特维斯基的"预期理论"还是传统的"期望效用理论",都习惯于将风险转化为概率,将最后的决策建筑在比较有限几种可能性,及其效用值的加权平均值大小上。以"期望效用理论为例" $EU = \sum P_i U(X_i)$,这一决策的可能结果是有限的 i 种,每种结果对应的效用为 $U(Xi)$,这一决策是否被选中,取决于该决策的期望效用 EU 是否大于其他备选的决策方案。但这种分析范式在某些情况下是不合适的。

例如公司要招聘一位秘书,同时有好几位应聘者,公司对这些候选人在被聘用后的表现并不了解。这时公司在判断候选人是否胜任工作的问题上,面临着几方面的不确定性:候选人是否诚实,工作效率是否高,交流能力的强弱与否等等。然而这一问题用"预期理论"和"期望效用理论"的分析范式显然有点牵强。因为首先判断标准不是有限的 i 项,其次对候选人在某项指标上的失误概率很难评定。以上的例子都表明,某些不

① Gilboa, I. & Schmeidler, D. (1995). "Case-based decision theory" *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 605—639.

确定性决策，在可能性的种类事先无法尽数，其发生概率更是不得而知的情况下，“预期理论”和“期望效用理论”的框架分析效力是很有限的。而且事实上，“预期理论”和“期望效用理论”也并不是用来描述这一类问题的。

那么在这种情况下，人们是怎么决策的呢？“CBDT”认为人们对于相似的事件，会期望它们有相似的结果。换而言之，在某种情况下，人们会用“类推”的方式，判断要解决的问题与过去哪些案例有相似性，然后根据相似案例的最终结果，结合其相似程度，推出采取哪种决策。

就上述的例子而言，在招聘时公司会要求应聘者提供推荐信。用人单位通过推荐信中描述的一个个“案例”，来判断应聘者的背景是否和这个未来从事的工作有相似性。一个有过两年秘书工作经验的应聘者，和一位刚刚踏上工作岗位的应聘者，被录用的概率是很不一样的。

“CBDT”假设在决策者的记忆库中，储藏了许多自己或别人经历过的事件，当遇到新的问题时，相似的事件会聚集起来。决策者通过将新问题和这些聚集的事件作比较，得出最终的决策。“CBDT”将这些事件中的“问题”、“行动”、“结果”三要素的组合称为一个“案例”。因此决策过程中，决策者回忆起相似的案例，基于这些案例，决策者对每种决策的可能结果做出评价。

用数学语言表示，即每个案例包含了三个变量(q,a,r)，q 代表问题，a 代表行动，r 代表结果。M 表示记忆中所储存的上述案例 $\mathrm{q_i}$ 的集合。决策者的决策行为由“效用函数”u 和“相似性函数”s 决定。u 是一列序数值，s 是每一个问题所对应的一个非负值。当遇到一个新问题 p 时，决策者会选择一种能使（*）式最大化的行为 a，也就是比较每种备择方案 $U(a)$ 值的大小。

$$U(a) = U_{p,M}(a) = \sum_{(q,a,r\in M)} s(p,q)u(r) \quad (*)$$

与“预期理论”相似的是，“CBDT”在决策时，也是根据效用值的加权平均值来排序的。事实上，这两个理论的公式表达有一定的相似性。但这两个理论实际相去甚远。从数学意义上而言，“CBDT”的效用权重系数 $s(p,q)$ 并没有特殊的要求，而“期望效用理论”中的效用权重系数和为

1,“预期理论”中约等于1。从公式的含义上说,“预期理论”和“期望效用理论”假设必须穷举所有可能的结果,而“CBDT”仅限于记忆中真实发生过的“案例”。“CBDT”和“预期理论”在对新信息的处理、确定和不确定性等方面还有着很多区别。

“CBDT”已经被经济学家引入经济学研究领域。相信这个富有很强行为学内涵的经济模型,在金融投资分析,消费者行为、企业信誉等研究和应用领域会做出更大的贡献。

5.2 回归效用最大化

另一个有意思的研究方向是,行为经济学的研究对象正从资本、价格等非感情领域,转向对人的“情感”及其对经济影响这个领域的研究。这种研究领域的非经济化趋势,也是20世纪西方经济学演变中出现的一个十分引人注目的现象。

5.2.1 “快乐”思想

英国伦理学家杰里米·边沁(Jeremy Bentham,1748—1832)是快乐思想的集大成者。边沁在总结前人立即的快乐思想基础上,结合快乐主义的道德原则,从伦理学角度创立了“最大多数人的最大快乐”这一理他的快乐主义思想原则。边沁说:自然把人类置于两个最高的主人支配之下,即痛苦和快乐。恰恰是它们,指示我们应该做什么,以及决定我们将要做什么。边沁是功利(一切有利于产生快乐的行为与事物都是好的)原则的创始人,由心理学的快乐主义发展到伦理学的快乐主义。贝克尔肯定了边沁快乐主义思想对人类行为分析的重要意义①。

Utility在经济学上一般被称为功利或效用。“效用”最早是边沁提出来的。边沁提出效用的概念,原义有三:

(1) 效用代表快乐和享乐指数;

① 加里·贝克尔:《人类行为的经济学分析》,上海三联书店、上海人民出版社,1996,p.300。

（2）每个人都争取这指数越高越好；

（3）随着个人的收入增加，其收入在边际上的效用少了。

建立在边沁的快乐主义思想基础上的效用主义理论实际上就是新古典经济学“边际革命”的基础。心理学派代表人物杰文斯是从消费者的经济人的个人角度去理解经济学的，因此他认为经济学的目的是研究以最小痛苦换取最大幸福，……而人们消费的目的便是追求快乐减免痛苦。而物品能给人带来快乐（或负痛苦）的性质便是物品的效用。在杰文斯那里，效用最初的含义就是指：物品能给人带来快乐的性质。显然，这与快乐是没有距离的①。“凡是有利于开心的事物就是好的”，这就是老效用主义的基本原则。

随着数学在经济学中的进一步使用，经济学日益成为解决稀缺物资的合理配置与选择性利用的学问。效用概念逐渐脱离早期效用注意内涵，由快乐指数变成了为偏好的满足。这一改变，是与新古典经济学集大成者的马歇尔，他用“满足”来代替“快乐”，用“损害”代替“痛苦”，而发展成为一个仅仅表示对人的需要的满足程度的“指标”或“数字测度”，效用成了一个满足指数。从而使得经济学家对于人类欲望的真正本质和经济人行为的终极目的模糊不清了。

本来，新古典主义与行为主义在古典主义时期，是同源的。那时人们并不区分快乐有何本质不同。到了马歇尔之后，快乐转义为可测度的效用；行为主义意义上的快乐，则被打入心理学，逐出了经济学师门。

5.2.2　情感与效用

早在 Bentham 最初构造“效用”这个概念的时候，情感因素显然是效用的重要组成部分②。因为 Bentham 将效用定义为“正的情感”（positive emotion，如满足、快乐）和“负的情感”（negative emotion 如愤怒、悲伤）之和。当后来的新古典经济学家们，将新的理论建筑在效用分析的基础上

① 杰文斯：《政治经济学理论》，商务印书馆，1984。p. 134。

② Jeremy Bentham *The principles of morals and legislation* New York: Macmillan, 1948（1789 年最初发表）。

时,贸然去除了支撑效用概念的心理学因素,将效用的概念物质化了。新古典经济学家们认为,人们的选择行为,是效用的直接体现。比如说在其他条件一定的情况下,理性的人会在90元和100元报酬中,选择100元,所以100元的效用比90元大。

Kahneman 在1997年一篇题为《Back to Bentham? —Exploration of Experienced Utility》[①]的论文中指出,Bentham 的效用概念一直为19世纪的经济学家们所运用,并出现在他们的经济学论文中。但这一概念正渐渐被另一种解释所替代,经济学家认为效用可以通过可观察的人们的选择而测量。卡尼曼将 Bentham 的效用概念称为"感受型效用"(experienced utility),而将后者称为"决策型效用"(decision utility)。Kahneman 认为"感受型效用"之所以被现在的经济学家所排斥,是因为这些经济学家认为:

(1) 主观的快乐程度无法测量;

(2) 人们会通过选择来最大化自己的满足感、快乐程度,人们的"选择"可以提供判断效用所必需的信息。

而卡尼曼通过实验证明这两项假设都是不正确的。

在最近十几年中,经济学家对情感的研究又有升温。并提出除了传统经济学家所说的"决策型效用"外,人们还拥有"回忆效用"(memory utility),即对某个人或者某次活动的回忆所产生的满足或悲伤;"瞬时效用"(instant utility),即某一事件带来的短时间的快乐和痛苦;"期望效用"(expected utility),即对将发生的事件所怀有的一种期望,由这种期望所带来的快乐(savoring)或恐惧(dread)。

不同的效用概念无论在生活中,还是在经济政策制定中都起着作用。比如我们在2.4节中所提到的"选择甜品"的例子,减肥者产生"自我约束问题"的心理学原因在于,他难以抵抗"瞬时效用"的诱惑。同样,一个企业乃至政府,知道应该保护环境、为后代造福,但如果污染一下环境可以得到眼前的经济发展机会,又忍不住先抓住经济发展的机会。这种短

① D. Kahneman, Perter P. and Sarin, R. "Back to Bentham? Explorations of experience utility", *Quarterly Journal of Economics*, 112 (1997), pp. 375—405.

视行为也可归因于“瞬时效用”在作怪[①]。

Damasio 还发现人们在遭受了感情伤害的时候，哪怕这一伤害并不大，这种感情因素也会导致人们做出非理性的决策[②]。另一些研究表明，一些看似在理性情况下做出的决策，其实也掺杂着感情冲动的非理性成分。Loewenstein 曾尝试将一些感情因素的变量引入经济模型[③]。

5.3　幸福经济学

对 Bentham 效用概念的回归，又引出了对经济学研究的最终目标的新思考，那就是人们究竟是应该追求财富最大化，还是幸福最大化？

5.3.1　快乐与幸福感

快乐或幸福（happiness，hedonic）是一广义物质存在和消费为基础又超然于这种物质消费之上的一种主观精神感受。从心理学分析在正常的身心条件下，当人体感受到不良刺激时，一般会引起脑中枢的抑制过程，产生消退、逃避或排斥行为。当感受到良性刺激物刺激时，一般会引起脑中枢的兴奋过程，产生或加强对某事物的需要。因此，人的欲望满足于各种需要行为一般总是与相应的中枢神经的兴奋过程相一致的。欲望的初步实现又会增强或夸大兴奋过程，直至欲望满足产生超抑制为止。而中枢兴奋一般都能反映为不同程度的精神兴奋或叫快乐，精神快乐即是通过中枢兴奋的心理机制反映出来的。各种满足人类欲望的需求而产生的，都是对中枢兴奋为生理基础的精神快乐需求的追求。“人们的一切行为，最终都是为了实现各自精神上的快乐满足，无所不包的人类行为皆

---

① Dan Ariely, Dan Zakay (2001) *"A timely account of the role of duration in decision making"* *Acta Psychologica* 108 pp. 187—207.

② Damasio, A. R. (1994) *Descartes' error: Emotion, reason, and the human brain* New York: Putnam.

③ Loewenstein, G. (1996) "Out of control: visceral influences on behavior" *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65, pp. 272—292 (2000) "Emotions in economic theory and economic behavior" *American Economic Review: Paper and Proceedings*, 90, pp. 426—432.

在一定的精神快乐需要支配下而产生,皆为实现一定的快乐满足展开。这又叫人类行为的快乐原则(hedonic principle)。人们的各种行为与行为的具体目的都是在这一原则支配下产生的,都是人们舍苦求乐的结果。"①

两千多年前,希腊哲人很重视"幸福"这个概念。例如,亚里士多德认为,幸福是每个人都希望得到的东西。不过,进入中世纪,幸福这个概念几乎消失了。因为那时人们追求的是来世上天堂,而不是尘世浑浑噩噩的生活,不管它有多幸福。文艺复兴重新激发了人们追求幸福的兴趣,但直到边沁(1748—1832)的功利主义学说出现,追求幸福的意义才被上升到哲学的高度。边沁认为,"避苦求乐"是个人行为的基础和区别行为善恶、是非的准则。他主张,个人利益的满足(利己主义原则)是保证"最大多数的最大幸福"(利他主义原则)的手段。其后,经济学家们谈论过一阵幸福。但从马歇尔(1842—1924)开始,在经济学里,"幸福"这个概念逐渐被"功效"(utility)所替代。"功效"是一个经济学家说不清、道不明的东西,但同时又是现代经济学的核心概念。按照《麻省理工学院现代经济学词典》的定义,"功效"是"福利"(welfare)、"满足"(satisfaction)的同义词,偶尔也指"幸福"(happiness)。不过,"幸福"基本上已不在主流经济学家的视野之中;他们关心的只是"满足"人们的物质需求,增加人们的"福利"。其未加言明的假设是:一旦人们的物质需求满足了、福利水平提高了,他们还能不幸福吗?幸福于是跟人们占有多少商品,拥有多少财富划上了等号。

5.3.2 体验性功利和决策功利

Kahneman 的分析就从这里开始。在《体验型功利与实证型快乐》中,Kahneman 首先区分了功利的两种不同含义。他认为,功利在历史上有两种含义,一种是边沁使用的,指快乐和痛苦的体验。一种是现代意义的,是指决策的权重,源自对选择的观察,在转义上用于解释选择。为区分这两种不同含义,Kahneman 把边沁意义上的概念称为体验性的功利,

① 陈惠雄:《快乐原则:人类经济行为的分析》经济科学出版社,2003。p.38.

把现代用法的功利称为决策功利。Kahneman 希望找到一种实证的办法，把握客观的快乐(objective happiness)。可以说，Kahneman 的理论，是关于行为决策的理论。

生活中我们常常可以见到人们频繁跳槽、换工作。他们为什么要这么做呢？大多数人的答案是为了更多的工资或收人。那么更多的收人又是为了什么呢？回答是为了生活更富裕。如果继续追问下去，那么生活更富裕是为了什么呢？归根到底，人们会回答最终所追求的是生活的幸福(well-being)，获得更大的满足、快乐，而不只是有更多的金钱。

因此，芝加哥大学商学院(GSB, University of Chicago)行为科学教授 Christopher K. Hsee (奚恺元)指出，我们的最终目的不是最大化财富，而是最大化人们的幸福。即便是传统的经济学家也认为这是对的，虽然他们认为增加人们的财富是提高人们幸福水平的最有效的手段。但是研究者们发现，财富仅仅是能够带来幸福的很小的因素之一，事实上幸福是由许多其他因素决定的。传统的经济学家关注的是如何最大化财富，但是奚教授认为更应该关心的是如何提高人们的幸福本身①。

无独有偶，沃密克大学(University of Warmick) 经济学教授 Andrew J. Oswald 也指出，虽然在华盛顿游行的人们抗议各种各样对生命和自由这两种不可剥夺的权利的侵犯，但是，除了在对《独立宣言》最著名的句子简单复述时提到之外，第三种权利——人们的幸福却很少被提起。(虽然它同样属于《独立宣言》中最常被人们重复的部分，而且这一权利和前两种权利相比影响也并不小。)相反，对幸福的追求被留给了自由市场。传统经济学认为在如何使人们得到幸福方面没有什么秘密可言，教科书把这种福利称为“效用”，他们认为效用随着一个人的财富的增长而增长②。同时效用也是经济学中的最基本的概念。

5.3.3　幸福感的最大化

遗憾的是，许多研究发现在一个国家 GDP 增加的同时，全民的幸福

① 以上观点来自奚恺元教授 2002 年在复旦大学和中欧工商学院的讲演。

② David Leonhardt, Is Richer Isn't Happier, What it?, New York Times, May 19th, 2001.

却没有提高。以美国为例,虽然从1950年代到1990年代的半个世纪中,美国已经成为一个相当富裕的国家,人均GDP大约增长了250%。普通人可以买得起很多商品,一家人可以有两辆汽车、洲际飞行机票、家庭影院——在第二次世界大战之前这些都是只有富人才能拥有的。普遍来说,今天的人们能买更好的食品,更好的健康服务以及似乎更好的生活。但事实上,不管用什么指标或方法测量,人们的幸福程度并没有多大的变化,而人们感受到的压力反而增加了。就全美总体而言,人们感觉更不幸福了。根据一系列相关调查,在过去的30年中,美国人对他们的生活变得更不满意。在1950年代,一个美国家庭可能没有车,没有冰箱,也不可能有计算机,但是一个男性却可以养活一家人;而到了1990年代,大部分家庭都有汽车、洗衣机、电脑。汽车让人节约更多的交通时间,洗衣机节约了家务时间,电脑提高了工作效率,照理人们可以得到更多的体息时间。但是现在人们却更忙了,一个男子的工作收人已经养不活一家人了,只有男女都工作才能勉强养活一家人。虽然人们的财富增长了,但人们越来越感觉到:钱真的买不来幸福。

这一领域最让人感到有趣的早期结论认为,钱的确使人们更幸福,但它并不像人们所想像的那么有效。例如,根据近来的研究,当人们继承了一大笔钱时,他们对生活更为满意。但是在过去的60年中,特别是过去的30年,一系列强有力的社会因素已经超出了收人增长对人们福利的影响。人们工作的时间更长,更频繁地失业,而且更重要的是,结婚的人们比过去更少,而离婚更多。

这些都有助于解释为什么普通的美国家庭在1970至1999年期间收人增长了16%,而那些认为自己"很幸福"的人数却从36%降到了29%。"钱的确能买来幸福",达特茅斯大学(Dartmouth University)的经济学家David G. Blenchflower教授说。他和Oswald一起研究了英国和美国的福利,"它只是还没有买到足够多的(幸福)。"当一个人很贫穷的时候,财富的增加会带来幸福的增加。但是当财富到了一定的程度,就很少能创造幸福了。卡尼曼的研究还指出,当一个人收人增加时,他就会渴望更高的收人,而这种渴望带来更大的不满足感,因而就越感到不幸福。研究结果还表明,由经济差距引发的不幸福感觉,欧洲人比美国人严重,原因是美

国人的生活形态的流动性较大，从而在一定程度上弱化了由那种相对固定氛围下的比较所带来的不幸福感。

Oswald 的研究还发现，一个人如果突然获得一大笔意外之财，接下来的一年，精神会处于高度的亢奋之中，这或许可以解释为何有人热衷于赌博。另一个结论，处于经济衰退中的人更容易意志消沉。连工作还未丢掉的人也感觉不到幸福，即使失业的是别人，相比之下，有工作可做的人本应该感到庆幸，但结果并不如此。

统计学家把这叫做“辛普森悖论”（Simpson's Paradox）。例如，在英国，结婚者群体比 30 年前要幸福。没有结婚者也是如此。这是因为没有结婚的人增多了，而且和结婚者相比他们不是那么满意，因此就总体而言幸福仍然是下降了。

这就产生了一个非常有趣的问题：我们耗费了那么多的精力和资源，增加了整个社会的财富，但是人们的幸福程度却没有什么变化。看来，人们到底是不是幸福，取决于许多和绝对财富无关的因素。这究竟是为什么呢？1974 年，当时就职于宾西法尼亚大学（University of Pennsylvania）的经济学家 Richard Easterlin 在他闻名遐迩的文章中提出了他的疑惑（Puzzle）（并且也得到了其他研究者的证实）[①]，遗憾的是传统经济学家并不能应对它所提出的挑战。

1. 快速的或不那么快速的经济增长并不能提高主观的幸福感，即使幸福和收入之间代表性的关系是正向的。

2. 就生命历程而言，一群人的平均主观幸福感是基本恒定的。但人们总是说他们过去不幸福，并期望以后会更幸福一些。

而对这些疑惑，传统经济学之所以不能对上述疑惑做出很好的回答主要是由于两类原因。首先是对于不同个体的幸福进行比较表示怀疑。其次是发现这些比较对于重要的积极经济学概念（比如说“需求规律”）并不必要。在规范经济学中，可以通过一个金钱矩阵和帕雷托提高来实

① Easterlin, Richard (1974), Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence. In D. A. David, & M. W. Reder (Eds.), Nations and households in economic growth: Essays in honor of Moses Abramovitz. New York: Academic Press.

现对经济效率的操作化。但这些解释并不能够解答我们的疑惑。

作为第一位对发现了对这些进行研究的心理学家,Scitovsky, T. 对这些疑惑提出了可能的解释,他提出了关于衡量个人生活质量的四项指标——地位、工作满意、新奇和习惯化①。在前人的研究基础上,奚恺元提出一种新的,严格的理论来研究如何最大化人们的幸福。作为与经济学 Economics 的对应,他把这种科学叫做幸福经济学(Hedonomics)②。这一研究方向近年来已经成为学术研究的新热点,受到了学界越来越多的重视。

缘于此,研究"幸福"的经济学者们也正在加入心理学家和社会学家的行列来展开共同探讨,因为后者已经对这一问题研究了多年。20 世纪 80 年代以来众多心理学家对于幸福的研究已经给予了很多的关注,如 Costa 等人对于环境和性情对幸福的影响的研究③,Ryff 对人们幸福的心理感受的研究④,Lykken & Tellegen 对于幸福的随机性的研究⑤以及 Diener 对于主观心理幸福的研究⑥等等。这种学科的相互融合和共同开展研究在普林斯顿大学伍得鲁威尔森公共与国际事务学院(Woodrow Wilson School of Public and International Affairs)1998 年秋天成立的健康和福利研究中心得到了最好的体现。这个中心的教授,包括中心主任,几乎一半人都是经济学家,同时也有很多心理学家和社会学家,如著名的卡尼曼教授也是该中心执行委员会的成员之一⑦。

---

① Scitovsky, T. (1976). The Joyless Economy: An inquiry into human satisfaction and consumer dissatisfaction. New York: Oxford University Press.

② Gilboa. I. & Schmeidler, D. (1995). "Case-based decision theory" *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 605—639.

③ Costa, et al, (1987). Environmental and Dispositional Influences on Well-being. *British Journal of Psychology*, 78, pp. 299—306.

④ Ryff, C. D., (1989). Happiness Is Everything, or Is It? Explorations on the meaning of psychological well-being. *Journal of Personality and Social Psychology*, 57, pp. 1069—1081.

⑤ Lykken, DT. & Tellegen, A., (1997). Happiness is a Stochastic Process. *Psychological Science*, 7(3), pp. 186—189.

⑥ Diener, (1996). Most People Are Happy. *Psychological Science*, 7(3), pp. 181—185.

⑦ Kahneman, D., Diener, E. & Schwarz, N., (1999). *Well-being: The Foundations of Hedonistic Psychology*. New York: Russell Sage Foundation. 也受到了研究界的极大重视。

虽然该方向的研究目前还处于初级阶段，但我们通过以下几个对幸福有重要关系的因素来管窥一下这门学科的研究价值。

比如，有两类比较可以给人们带来幸福感。

（1）时间性比较（temporal comparison），即现在状况与过去状况的比较。就美国而言，一个家庭可能可以比上几代先辈买更多的家用设备，从这种比较来看是可以感到幸福了。

（2）社会性比较（social comparison），即你的财富与别人的财富的比较[①]。按照当今的收入分配而言，如果一个家庭的收入不够高的话，他们可能买不起周围有好学校街区内的房子[②]。因此，虽然绝对财富增加了数字但他们依然感到不幸福。

再比如，如果一个人最近在市中心买了一座别墅，他会觉得很开心。但实际上他所觉得的开心只有很少一部分是因为住在这样的房子里而带来的，更多的是因为比较而产生的。从时间性比较来说，如果他以前住在阁楼里，那么现在住别墅他会感到非常幸福。但如果他以前住的是花园洋房，那么他不会感到特别开心。这就是时间性的比较的结果。另外，从社会性比较来说，如果这个人和他周围的人进行比较时发现，其他人都还住普普通通的房子，而自己现在有了别墅，他当然会很开心。如果这个人周围的人现在已经都住在更好的地方了，那么就算住在别墅里他会感觉很舒服，但他却不会非常开心。

幸福的另外一个来源是脉冲式的变化所带来的（参见图 3.1）。这个图中，横轴代表时间，纵轴代表财富。如果一个人一直过着优越的生活而没有什么变化（见图 3.1（A）），他很有可能对优越的生活逐渐麻木，不会比一般人幸福的。也就是说，舒适并不是幸福的重要因素。但是如果一个人本身生活水平不是特别高，但是他时不时地会有一些脉冲式的变化。

这些脉冲式的快乐则能使人感觉到更加幸福。也许一个很有趣的注脚就是据调查欧洲人普遍感觉比美国人幸福——虽然他们住的房子比美

---

① Dusenberry, James S.,（1949）. *Income, Savings, and the Theory of Consumer Behavior.* Cambridge, MA: Harvard University Press.

② Frank, R. H.（1999）. *Luxury fever. Why money fails to satisfy in an era of excess.* New York: The Free Press.

国人住的小,开的车也没有美国人的豪华,但他们省下了钱来度假——不一样的生活方式,产生了不同的幸福感。有经济学家批评美国的生活方式,认为美国人的生活方式是舒适的(comfort),欧洲人的生活方式可以称为快乐的(pleasure),快乐就会带来幸福(happiness),而舒适只能带来暂时的幸福。

此外,记忆也是幸福的一个来源。给员工奖励可以发现金,也可以给其他的东西。现在许多公司发放奖金都是直接发钱给员工。公司也可以用同样金额的钱,让员工享受一下他们平常舍不得享受的事物,比方说到高级法国餐馆吃饭,到夏威夷旅游等。从传统经济学的观点来看,哪种做法更好呢?肯定是前面一种好。如果把这两种方法给员工选择的话,人们一般也会选择前一种。但是有实验表明,人们反而对后面一种奖励感到更开心(幸福)。这是因为在就餐或者旅游结束后,人们还是会记得这段经历,这段美好的记忆也可以让人们感到更为幸福,奖励的效果也更好。

5.3.4 实验中得出的规律

与上述几点类似的有关幸福的理论都看似简单,但这些规律却不能从传统的经济理论中导出,也很难从人们的选择中发现,必须用别的方法通过实验得到。

早期的研究着重于对"幸福"的精确含义的探讨,如 Scitovsky,T. 对幸福、满意或福利的实证指标的研究。近来的研究开始注意运用一些更为精巧的多变量统计方法来发现和幸福之间的关系。其中有 Oswald 对幸福衡量指标(包括自杀)和经济活动之间的关系的研究①;Clark 和 Oswald 运用多变量回归分析强调事业是降低幸福感的独立和重要的因素;DiTella, MacCulloch 以及 Oswald 试图衡量宏观经济范围的事业和通胀率的影响(这两种情况都会影响幸福,但失业率的变化影响更大)②,Frey 和

① Oswald, A. J., (1997). Happiness and economic performance. *Economic Journal*, 107, pp. 1815—1831.

② Richard A. Easterlin (Ed.), (2002), *Happiness in Economics*. Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA,.

Stutzer 对于瑞士政治机构的研究，该研究发现更民主的结构会使幸福增强[①]。另外，还有相当多的研究把自我评估的幸福与更客观的状态联系起来[②]。比如，说自己是幸福的人们通常血压较低，更经常地露出发自内心的微笑，而且他们的配偶和朋友也认为他们是幸福的。

但值得指出的是，由于迄今大部分研究是基于自我评价的。如果人们说他们是满意的，那么他们就是满意的。而当人们的期望提高或对幸福的观念改变了，他们的结论也会改变[③]。这就是很多经济学家长期以来尽量避免这类研究，转而对有确定数值的对象如收入进行研究的一个原因。即使是擅长于研究调查数据的心理学家也说缺乏固定的参考点确实带来很多问题。

Kahneman 也认为："我们有可能是幸福了一点，但是因为我们对生活要求得更多，我们不知道我们比以前幸福了。""可是无法得到证据可以表明我们是比以前幸福了"他补充说。

就未来研究方法来看，由于大多数对生活满意度的调查只是截取了某一时刻的调查而不是纵向的跟随调查对象一生过程的调查，因此最大的问题是数据不够充分[④]。如果进行纵向的研究，比如 1989 年在英国开始的一项研究，研究者就可以更准确地得出造成不幸福的原因而不仅仅是与不幸福相关的状态。以婚姻为例，有可能结婚可以使人更幸福，但是也可能是幸福的人更可能结婚，因为这类人更容易找到伴侣或是因为他们更愿意相信婚姻关系能够持续半世纪。而通过跟踪调查特定群体的生活而不是每年访问调查不同的样本，研究人员可以更准确地分析何时人们的幸福感觉发生变化。虽然纵向研究花费很大，但这一研究方式已日

---

① Frey, B., & Stutzer, A. (2002). What Can Economists Learn from Happiness Research. *Journal of Economic Literature*, XL(2), pp. 402—435.

② Konow, James and Joseph Earley, (1999). The Hedonistic Paradox: Is Homo Economicus Happier? Mimeo, Deptartment of Economics, Loyola Marymount University, Los Angeles.

③ Easterlin 在他的论文中提出人们的期望是幸福变化的一个主要原因。一旦人们得到了他们想要的东西，他们的目标就会改变，进而想得到新的东西。他主张："人类社会在一系列永不完结的享乐追求中存续发展，"。

④ 在 Easterlin 先生发现财富与幸福相悖关系的 27 年后，研究者们还没有得出有数据严密支持的统括性的解释。

益流行。Oswald 教授认为,“一个崭新的领域出现了,我们正处于前沿。”

未来的研究内容,奚恺元教授提出希望在不久的将来,研究者可以建立和每天晚上人们从电视上看到的道·琼斯指数,恒生指数等相似的、跟人们生活密切相关的“幸福指数”。这样,在总统致辞的时候,或者国家领导人总结过去任期成就的时候,并不仅仅是以 GDP 和投资等的增加来说明自己取得的业绩,更可以列举人们“幸福指数”的变化来证明。

第六章　行为经济学与传统经济学的区别与联系

6.1　理论假设的差异

传统经济学中也存在着不少对人们行为的假设，这些假设包括：

人们更关注于绝对的最终结果，而不是相对的变化；

人们具有可精确定义的、稳定的偏好；

狭义的自私——只关注自身的财富最大化；

对未来事件的效用值，人们采用具有指数形式贴现率的“贴现效用模型”进行计算并决策；

人们遵循“贝叶斯(Bayes)定理”进行信息处理；

……

以上的假设有些被奉为传统经济学的公理，其他的假设尽管不能称为公理，但也经常在经济学家的模型假设中出现。把具体的那一条假设定义为“传统的经济学假设”并不是行为经济学家所关心的问题，行为经济学家所关注的是这些假设所具有的共同特征，并识别出其中的缺陷，进而借鉴行为科学领域的相关研究成果，对这些“传统的经济学假设”做出适当的修正。具体而言“传统经济学假设”需要在以下几个方面做出一定的修正。当然随着研究的深入，行为经济学的理论会更为丰富。

6.1.1　关注变化

在人们的行为中有一项很重要的特征，那就是人们的行为很大程度上受到相对变化的影响，而不仅仅是绝对值的影响。依据行为经济学家的研究，一位买彩票中头奖的幸运儿在财富陡然增加的时候感到非常高兴，但半年之后他的幸福指数趋近于正常水平。

人们的这一行为特征同样也适用于人们的效用偏好。我们对总消费的效用往往不仅是消费绝对水平的函数，还取决于过去的消费水平。对于同样得到一份高收入工作的两位 MBA 学生来说，如果他们入学前的工

资水平相差很大,那么他们对这份工作的满意程度也是不一样的。入学前薪水较低的那位学生,对即将从事的工作满意度较另一位学生要来得高。

与这一行为现象相关的行为学理论是,不管消费水平高低与否,人们对某一水平的消费会很快适应。哪怕是生活质量有了一个大的提高,一旦达到了一个新的稳定状态,人们的满意程度又会回到原先的水平。因此人们快乐的真正来源应该是"变得富有"的这一过程,而非"富有"这样一个状态。当人们习惯于一个新的高生活水平之后,人们每天的快乐程度和原先的快乐程度并没有太大的差别。

衡量人们对变化的感受是一个很活跃的研究领域,在这一领域中行为经济学家最为关心的,是与参照点相关的"损失规避"的概念。"损失规避"指的是人们对损失的厌恶程度比等量的所得带来的满足程度要大得多,这里的损失和所得都是相对于一定的参照点而言的。关于"损失规避"的行为学实验已经有很多,行为经济学家把这个概念引入经济学,用来分析人们对损失和所得的感受,进而衡量人们对风险评估的态度。从"损失规避"的概念还引出了"赋予效应"(endowment effect)的概念。"赋予效应"指的是同样一件商品,一旦人们拥有这件商品,相对于还未拥有这件商品的人而言,会对此商品估一个更高价。卡尼曼(Kahneman)教授曾经在普林斯顿大学做过这样一个实验:

第一组:Kahneman 教授准备了几十个印有校名和校徽的杯子来到教室,这个杯子在学校超市的零售价是 5 元钱,在拿到教室之前,教授已经把标价签撕掉了。教授问学生愿意花多少钱来买这个杯子?(给出了 0.5元到 9.5 元之间的选择)

第二组:Kahneman 教授同样地来到第二个教室,但这次他一进教室就送给每个同学这样一个杯子。过了一会儿教授说由于学校今天组织活动开大会,杯子不够,需要收回一些。老师让大家每人都写出自己愿意以什么价格卖出这个杯子(给出了 0.5 元到 9.5 元之间的选择)。

你能猜到两组学生对相同的杯子的估价吗?在第一组中,学生平均愿意用 3 元钱的价格去买一个带校名的杯子;而到了第二组,当需要学生将已经拥有的杯子出售,出价陡然增加到了 7 元钱。这样大的差异就是

由于“赋予效应”的心理在作怪。

人们的主观效用不仅仅取决于绝对消费量，还与相对的变化有关。如果在传统经济假设中，效用 U 仅仅是绝对消费量 c 的函数，即 $U(c)$；那么在行为经济学假设中，效用是绝对消费量 c 与参照点水平 r 这两个变量的函数，即 $U(c, r)$。从这个例子我们也可以看出，行为经济学是在对原模型增添行为变量的基础上，使模型更为贴近现实的。

6.1.2　关注他人

经济学认为理性人一般都是完全自私的。但正如许多经济学家所发现的那样，在传统经济学模型中所假设个人效用最大化的自私，事实上并不完全是人们在经济决策中的动机。而且这一假设的恰当与否，在分析短期市场对价格波动的反应，劳动力市场等研究中显得非常重要。

当然，传统经济学家也承认一些关注他人的行为是理性的。比如传统经济学家对于以下这个简单的“利他偏好”的行为假设应该很熟悉。“利他偏好”是指，当牺牲自身的利益而能够增大他人效用的时候，人们会做出适当的牺牲，而且自身的牺牲对于他人的帮助越大，理性人越有可能会做出牺牲。如果将他人的效用函数定义为 U'，那么在“利他偏好”假设下的理性人的效用函数应该为 $U(x, \mu'_{+})$，即理性人会将他人的利益纳入自身效用最大化的分析中，两者的关系为正相关。

但是这种简单的“利他偏好”假设并没有对人们的行为做出足够合理的描述。有两个关于人们社会偏好的观点值得关注。

1. 人们关注财富分配的公正性。为了追求公平，人们有时甚至愿意以减少总的待分配财富量为代价。

2. 人们不仅关心结果，也关心结果之后的动机，因此人们会对他人的坏行为加以报复，甚至不惜以两败俱伤为代价。

这些行为都是被传统经济学家视作是非理性的。“最后通牒实验”是“有限自私”观点的最好论证。在该实验中，参与财富分配的实验者，由于对公平性提出质疑，倾向于拒绝理性的最优分配方案。

6.1.3 关注现在

首先让我们对 Samuelson 提出的“贴现效用模型”(discount utility model)做个简单的介绍。

$$U^t(c_t, c_{t+1}, \ldots, c_T) \equiv \sum_{k=0}^{T-t} D(k)u(c_{t+k}) \quad \text{其中 } D(k) = \left(\frac{1}{1+\rho}\right)^k$$

在 *DU* 的表达式中,$u(c_{t+k})$表示人们某一消费的即期效用;$D(k)$是贴现因子函数,其中ρ是一个被假设为固定不变的贴现率常数。*DU* 模型表示,对于跨时期的效用评估,可以简单地将未来某一时刻的效用通过指数形式的贴现因子函数贴现到即期。*DU* 模型认为,对于会带来正效用的东西,人们总是迫不及待地希望尽快将其消费掉;而对于会带来负效用的东西,人们倾向于延迟消费。因为只有这样才能使效用的贴现值最大。

但是具有指数形式贴现因子函数的效用模型,对于“自我约束问题”的现象总是不能做出合理的解释。形象地说就是由于有限的自我约束,而使人们会做出一些“近视”的决策。比如一位年轻人知道应该为退休后的生活而进行储蓄,但总是不能克制自己即时的消费冲动,最后造成储蓄不足的结果。

6.1.4 差异的归纳

对以上的内容作一个总结,我们可以认为行为经济学和传统经济学的假设,主要有以下三方面的差异。

1. 传统经济学认为人具有“完全理性”(unbounded rationality),而行为经济学家认为人是“有限理性”(bounded rationality)的。两组完全相同的选择,只是由于描述不同,人们会做出完全不同的选择。理性人的偏好应该是永远稳定的,显然人们的行为有时并不符合这一传统假设。另外人们在作判断时往往并不遵循“Bayes 定理”进行信息处理,人们会受新信息的影响而忽视先验概率的大小(参见 2.2.1 节)。

2. 传统经济学认为人具有“卓越的意志力”(unbounded willpower),而行为经济学者认为,人存在着“自我约束问题”(self-control problem),不具备如超人般的意志力去抵御诱惑。因此不可能如“生命周期假说”

所假设的那样，通过平滑一生的消费使效用最大化。如果没有外力——如政府强制执行的储蓄计划一推动，人们很可能在退休后会面临储蓄不足的窘境。

3. 传统经济学认为人是“完全自私”(unbounded selfishness)的。而行为经济学者针对上述的假设，认为在很多情况下，人表现出“有限自私”(bounded selfishness)的行为。这也就是为什么在“最后通牒实验”中，参与分配的一方宁愿放弃所得，也不愿意接受不公平的分配方案。

6.1.5　理论模式的差异

在理论模式上，传统经济学是规范性的，而行为经济学是描述性的。传统的经济学是一个规范性的经济学，也就是教育人们应该怎样做。而在心理学影响下的行为经济学是一个描述性的经济学，它主要描述人们事实上是怎样做的。比如考察高速公路上的车速，交通法规限速 80 公里，这是规范性的；而事实上人们在车辆稀少的时候会开到 100 公里，这就是描述性的。“生命周期假说”研究的是人们应该怎样做，才能使得效用最大化；“行为生命周期假说”研究的是，事实上人们是如何安排一生消费的。从学科对比上来看，宗教是规范性的，而物理学则是描述性的。因此就某种意义上来讲，传统经济学更像是宗教，而行为经济学更像是科学[①]。

我们可以将以上的内容作一整理(见表 6.1)。

表 6.1　行为经济学和传统经济学的区别

	传统经济学	行为经济学
理论假设	完全理性 卓越的意志力 完全自私	有限理性 自我约束问题 有限自私
理论模式	规范性	描述性

① 奚恺元(2002)“经济学发展的新方向”中欧管理论坛演讲稿 http://www.ceibs.edu/forum/。

6.2 联系行为经济学和传统经济学的分析框架

经济分析的方法有很多优点—利己主义的方法论、用数学语言将假设公式化、用逻辑的方法得出假设的推论以及精妙的实验或现实数据的检验。但是这些优点也导致了必然的不足,那就是我们必须用非常简化的、程式化的模式来描述人们的认知、偏好、行为,因此常常会将和很实际的心理因素忽略不计。当然为了构造精确而易测试的假设,省略一些心理因素是不可避免的。

6.2.1 假设的差异

和传统经济学家相反,心理学家潜心研究的对象集中于人类行为背后的心理因素,他们并不为公式化的表达、逻辑的推论等所限制。正是考虑到心理学家和经济学家两者的侧重点的不同,两个领域的学者的研究偏好似乎可以用图 6.1 的无差异曲线来描述。

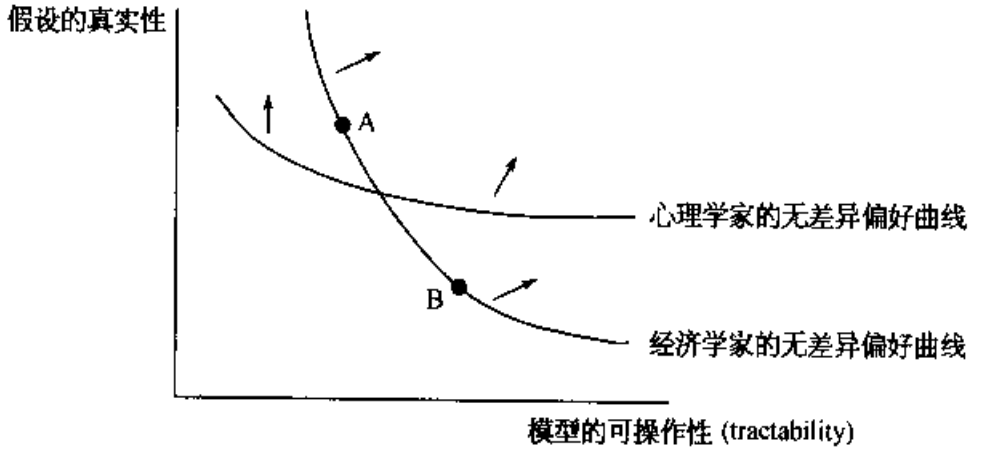


图 6.1 两个无差异偏好曲线的比较

尽管图 6.1 部分地解释了为何经济学家比心理学家运用更少的行为假设,但此图还是没有能够充分地解释两种学科之间的差异,以及为何传统经济学对行为经济学的排斥。

1. 尽管经济学需要忽略许多人类行为的细节,但这并不意味着经济

学家就该满足于现有理论假设的合理性。如果经济学家宣称其只关注假设的简洁性，而不关注假设的合理性，那经济学就完全变为了一种“坏”的理论。在图 6.1 中，经济学家的“无差异偏好曲线”应该比心理学家的更陡，但不是垂直的。也就是说，当需要经济学家更多地关注行为变量时，就必须以损失一点模型的简洁性作为代价。在图中表示也就是从 B 点到 A 点。

2. 经济学家未必如图 6.1 中无差异曲线描述的那样，对模型的复杂性表现出反感。只消翻翻经济学的学术期刊，我们就能感受到，复杂建模或数据处理，对于评价一项研究的质量时的重要性。当传统的经济学家们潜心建模的时候，看来并不为模型的复杂所击倒。因此这些经济学家一边鼓吹着，出于对模型简洁性的追求，必须放弃行为学的因素；一边又对复杂的建模、算法津津乐道，真是有一点矛盾。

3. 当传统经济学家提出许多既不简洁、也不易于操作的假设的时候，行为经济学家只能沮丧地接受这样一个事实，那就是传统经济学家之所以能够一边指责行为经济学模型不够简洁，一边继续构造着复杂的经济模型，是因为他们的假设是“正统的”，而行为经济学的部分假设被他们视为“异类”。

就拿前面提到过的“最后通牒”游戏来说，传统经济学家也曾试图用“理性人”的假设来证明看似不理性的行为。但行为经济学家将“自私”的假设换为“自私兼顾公平”的假设后，所构筑的模型要比传统的模型简洁得多。因此行为经济学家们很有信心地推断，在今后十年中，行为经济学的模型将会比相应的传统经济学模型更加准确、更加简洁。因为传统的以理性人假设为前提的经济模型，无法用简洁的模型准确地解释现实世界，于是传统经济学家就会把模型建得非常之复杂。其实只要修改原来的部分假设，就能使模型简化。传统经济学家所持有的观点——行为经济学模型一定是非常复杂的——是不正确的。

4. 行为经济学家和许多传统经济学家真正的不同并不在于两者的模型是繁是简，而在于两者的假设有差异。因此应该对图 6.1 的表达作适当的修正，那就是如图 6.2 所示传统的经济学家的无差异偏好曲线几乎垂直，而且两条曲线只是在假设是否贴近于现实这一点上做出权衡，而

模型是否可操作、理论的适用性宽窄等标准对两者而言都是一定的，行为经济学家并不一定会因为引入行为学变量而牺牲了模型的简洁性和可操作性，这两者并不具有必然的因果关系。

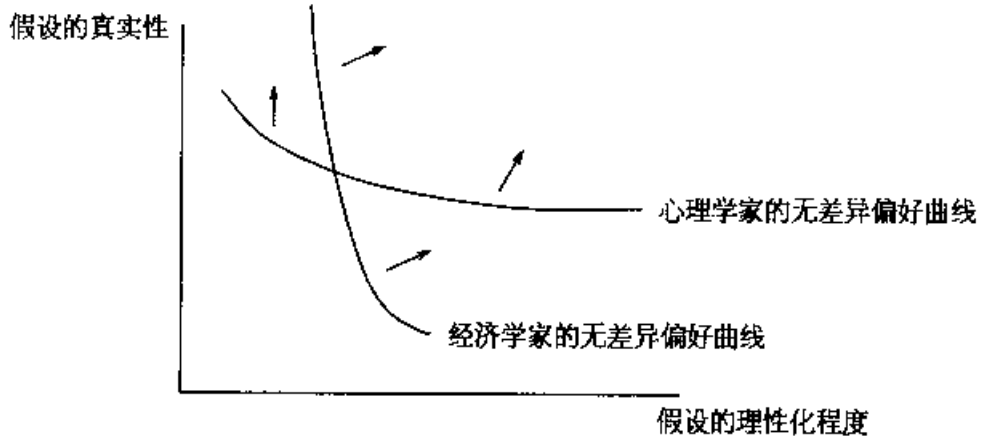


图 6.2 无差异偏好曲线比较的修正

6.2.2 几点结论

通过上述分析，我们可以清晰的得出以下结论：尽管这两者有所区别，但是行为经济学和传统意义上的经济学并非水火不相容的关系。行为经济学并不否认传统经济学的研究方法，也不否认大多数传统经济学的假设。对于新古典经济学的许多见解，行为经济学都持相同的观点，只是再为其加入一些与现实更为贴近的行为学的变量。比如说，理性的经济分析认为，人们会为将来打算，因此会为退休后的花费作好足够储蓄。行为经济学模型也认为人们会为将来打算，但同时允许人们存在“自我约束问题”，因此可能出现储蓄不足、过度借贷的现象。这些就引出了和经济现实更为贴近的推论：对于流动性差的资产人们会有较高的储蓄，而流动性高的资产人们会有较低的储蓄；理性的经济分析还认为，当员工发现现有的实际工资越低，而其他地方又有更高工资的职位适合自己时，越倾向于辞职。行为经济学模型也承认相对的实际工资是员工选择放弃现有工作的原因，但同时还发现由于“损失规避”的心理，员工对于名义工资的增减更为敏感。行为经济学并不否认“自私”是人们在做经济决策时一个很重要的动机，而只是提出“自私”不是决策时惟一的动机。还有

很多类似的例子，行为经济学家在传统经济学研究的基础上，探索着如何将行为学的因素融入其中，从而使经济学成为一门解释力和预测力更强的科学。行为经济学中的大多数研究，都运用心理学理论对传统经济学中与事实不符的假设进行修正。而修正假设，并不意味着颠覆传统经济学的理论。

还应该注意的是，传统经济学假设的简化与行为经济学的新假设也并不冲突。比如行为经济学考虑到人们对风险的感受是非线性，多期选择中贴现因子大小不恒定；而传统经济学只是对这些问题做出了简化的假设，但并不认为线性的风险评估值是绝对真理，也没有坚持贴现因子必须为常数。

所以说行为经济学只是对传统经济学许多假设作了进一步的再思考，并做出有益的补充。随着行为经济学的兴起，很多追随者将行为经济学的“效力”过分夸大，甚至全盘否定传统经济学。对此我们应该保持客观的态度，应该看到传统经济学的简洁，和行为经济学的真实，两者互相补充、相得益彰。过度的简化固然会使经济模型失去对真实经济现象的解释力，但如果一味强调对现实的描述，那经济学将不再称其为经济学，而将改称为文学。

6.3　传统经济学不接受行为经济学的理由

曾经（现在仍有不少）传统的经济学家抵制将人们的行为因素引入经济理论。以下是我们能经常听到这些经济学家所提出的理由。

6.3.1　“随意的”假设

从方法论上看，一些传统经济学家认为“我们不可能将所有的因素考虑在内”。现有的经济理论已经数不胜数，每个理论针对特有的经济现象做出解释。因此我们不需要一种新的理论对这些现象再作一番研究。传统的经济学家担心，如果允许新的假设被加入到经济学的分析框架中来，那么在不久的将来，学者们会做出任何假设。

从某种程度上说，传统经济学家对行为经济学家的这种反应，和其对

经济方法其他创新的反应是一样的。当博弈论、信息经济学、交易成本经济学等刚刚兴起的时候，传统经济学也抛出过相似的论调——这些模型没有严格的假设，看起来可以解释任何事情，但实际上过于零碎而不系统化，因此就不能称之为规范的经济理论。也许这些说法有一定道理，但就行为经济学而言，"没有严格的假设"的批评并不恰当。行为经济学并没有随心所欲地引入差强人意的新假设，了解一下行为经济学的假设就可以知道，行为经济学模型中出现的是一些和现实更为贴近的假设，而不是"随意"的假设。况且如"损失规避"、"自我约束问题"等行为经济学中的假设，被一次又一次地用来解释很多经济现象，其强大的解释力足以证明这些假设并不是随意的。

那是什么促使传统经济学家认为行为经济学的假设是"随意的"呢？Matthew Rabin 教授认为这主要是由于大多数的传统经济学家并没有受过心理学研究的专门训练，在经济学家的研究生课程中并没有出现过此类假设，因此他们就倾向于把自己不熟悉的行为假设成为"随意的"假设。这种判断显然是武断的，因为首先这些假设在心理学领域是被承认的；而且尽管经济学家没有在研究生课程中学过这些假设，但却在生活中对这些假设有同感（比如人们确实存在"自我约束问题"）；最后哪怕传统经济学家对这些新的假设心存疑虑，也不应该立即否定，而应该对其进行验证。无论传统经济学家是否熟悉这些新的假设，这些假设并非无中生有。这些新假设之所以被提出，是因为它们在行为学领域是正确的[①]。

6.3.2 方法论的固守

传统经济学家对新假设的抵制，有时并不主要来自于对这些假设正确性的怀疑，而是基于对传统经济学方法论的固守，而认为根本没有必要再加入新的假设。一些传统经济学家认为传统的经济理论有其自身的分析框架，如果要打破这个框架，就应该找到一个更好的理论框架来将之取代，而不是队员框架做一些修补。况且将框架之外的心理学的研究成果

① Matthew Rabin (2002) "A Perspective on Psychology and Economics" *European Economic Review* 46 (2002) pp. 657—685.

引人到经济学领域，让传统经济学家不可接受。但 Matthew Rabin 教授认为，当我们发现传统经济学的部分假设是不完善的，而且我们也知道该如何将之完善，那就应该将原假设完善化。

也有部分传统经济学家认为，尽管不能证明传统经济理论及其模型比行为经济学的模型更好，现有的理论和模型已经足够了，而且这些理论并不错。也就是说，如果没有证据表明传统的模型和理论是错误的，那么传统经济学家就不会承认行为经济学的价值。但随着行为经济学的兴起，传统的经济理论越来越成为“特例”。行为经济学家将行为参数引人模型，只有在参数被赋予特定值的时候，才能得到传统的模型。形象地说，传统经济学模型是行为经济学模型的子集，因此要称其中的一个为异类，那也将是传统经济学模型首当其冲。

传统的经济学模型确实在解释诸多问题时都很成功，但这并不等于说行为学的因素就没有必要被加人进来。如果传统经济学家认为行为经济学是要 100% 的推翻传统经济学理论构架，并因此而对行为经济学产生怀疑，那就完全歪曲了行为经济学家的初衷。行为经济学家想证明的是，传统的经济学假设并非 100% 正确。不论这些假设中的缺陷是否足够明显、足够重要、足够有规律可循，经济学家都应该去研究、去探求，而不应该采取回避的态度。

以上这种“不破旧，不可立新”的观点，很大程度上是由于传统经济学家认为经典的经济假设非常完美。是的，我们承认人大体上是自私的，如果仅仅允许在人们行为动机前加一个定语，那只能是“自私的”。但事实上人不是完全自私的，并且这一点在经济决策时不能被忽视；我们也承认人们有自我约束力，会延迟近期的消费以换取更好的消费。但人们又存在着自我约束的问题，而且这一点同样在经济决策时不能被忽略；大部分情况下，人们的偏好是稳定的，这是传统经济学效用最大化分析范式的基本假设，但是人们的偏好又不是完全稳定、一致的，而且偏好的变化而导致经济决策偏离理性预期的事实也是不能被忽略的。从以上的例子我们可以看到，传统经济学并不是完全“没用”了，只是需要做出修正而已。

除了上述方法论方面的争论，传统经济学家还在其他诸多方面排斥行为经济学。其中为传统经济学家所经常公开宣称的一条是—行为经济

学的理论是经不起市场检验的，因此根本不需要对这些新的假设加以关注。传统经济学家认为市场是理性的，任何不理性的行为最终会受到市场机制的惩罚，从而被排除在市场之外。但是这种“市场排除论”是完全错误的。现实的市场中出现了越来越多的“反常现象”，这些现象无法得到传统经济理论的解释。因此行为经济学家认为，传统经济学家不应该继续指责行为学为异端，而应该反思传统经济学的不足之处。

在一些交易费用较低的资本市场上，市场的力量有时确实会大大消除人们的心理因素所导致的市场不均衡。尽管如此，但行为因素仍然不应该被忽略。

1. 我们要质疑的是上述“市场排除论”定义。金融领域的经济学家常常只关心近似的价格，他们认为套利交易可以保持市场的有效性，这些经济学家的潜在假设是——套利者是十分理性的，而且他们拥有完全的信息。但是理性交易者的存在，并通过价格机制惩罚非理性交易者的论断，也只是意味着正常交易得到一个资产有效分配的结果。而对于经济学家来说，不仅应该关心资产交易的价格，也应该关心是否一些投资者没有实现资产收益的最大化。传统经济学家更关心的是价格的产生，而不太关心资产是如何集聚消散的，后者往往具有更重要的意义。换言之，就是经济学家不仅要关心结果，也应关注过程。因此“市场排除论”将有效市场的概念看做是一串串交易结束后的结果，这种忽视了交易过程的观点是片面的。

2. 哪怕我们仅仅关注交易的结果，竞争性的市场也并不能消除所有的行为因素。越来越多的行为金融学领域的研究发现，从股票价格的走势分析，尽管交易量十分巨大，但股价并不遵守随机游戏的假设。

3. 行为经济学家认为即使再放宽假设，即承认完全竞争市场可以完全消除人们的行为因素影响，那么这更应成为经济学家研究行为因素的重要动机，而非排除行为因素的借口。经济学家所关注的一个重要的领域就是，市场机制和其他资源组织形式的比较。即使是最初级的经济学原理课程，学生也能从中了解到相对于税收、垄断、价格管制等机制，完全竞争市场是最有效率的。因此将人们在竞争性市场的行为结果，和人们在其他资源组织形式的行为结果相比较，完全属于经济学家研究的范畴。

假设完全竞争的市场中不存在“兼顾公平”的行为因素，而这一行为因素在有垄断的其他非完全竞争的市场上体现出来，那么经济学家就应该将不公平的市场行为结果，和较公平的市场行为结果相比较。或者在竞争性市场上，一部分投资者不理性行为所产生的结果，被另一部分不理性的投资者的行为所抵消，而这种现象在竞争程度较低的资源组织形式（比如一个集团公司的投资决策组合，或市场化程度较低的经济体制）中就可能不会出现。对很多经济学家而言，对不同经济制度的分析比较是研究的核心内容。如果传统经济学家一定要将行为因素排除在研究之外，那就等于排除了一个很重要的经济学传统研究领域。

当然传统经济学家还提出了许多反对行为因素引入传统经济分析的理由，但从根本上说，排斥的原因还在于传统经济学家对于自身不熟悉的行为因素，采取怀疑和不接受的态度，相信随着时间的推移，随着越来越多的相关研究的涌现，将行为因素纳入正统的经济分析框架的理念，最终将会被主流经济学家所接受。

6.3.3　行为经济学的“人文关怀”

从经济学之父 Adam Smith 起，许许多多的经济学家，都没有刻意将人们的心理因素排除在经济研究范畴之外，所以说行为经济学的思想可谓由来已久。而当新古典经济学兴起的时候，经济学家为了使研究更“科学化”，提出了理性人的假设。方兴未艾的行为经济学只是将被主流经济学家所忽视了的心理学研究，重新引入了经济研究的分析框架，并将心理学的认知研究作为一个重要领域加以重视。

而事实上，许多引人注目的传统经济学成果，都包含了很多行为学的因素。

从微观经济学长期和短期的价格弹性差异的研究，到宏观经济学中凯恩斯的“三大基本心理规律”等都表明，传统经济学的不少理论，很早就开始思考人类行为对经济的影响。随着行为经济学的兴起，认知因素被纳入经济学模型，令人鼓舞的新的研究成果更是不断涌现。

经济学家有一种自然的倾向：认为心理学家应该局限于个体的认知行为的研究，而经济学家应该关注市场、经济现象。但这种分工如果不是

建立在充分合作的基础上,将是非常没有效率的。我们在书中所列举的行为经济学的代表性人物,有心理学家也有经济学家。而且他们之间的交流是非常紧密的。因此尽管在内容安排上,第二章按心理学和经济学将行为经济学家分为两类,但应该注意到这仅仅是为了使叙述更有条理,而并非是将两者的割裂。

有不少学者指出,行为经济学并不是一门系统的理论,它只不过是一些思想和工具的集合。这并没有说错。而且行为经济学的思想是一个强有力的工具,在这一思想的引导下,这个工具可以解决很多问题——就像一把钻孔机,配上不同的钻头,就能完成不同的工作。其实新古典经济学理论也是如此。Arrow 曾经指出,"效用最大化"工具本身,并没有对经济学建模起到很大帮助,但这一思想引导经济学家构筑了生命周期理论、资产定价理论等有影响的研究成果,这些研究又可以被运用到遗产分配、证券定价等实际问题中来。所以说一个强有力的钻孔机,配上多种型号的钻头,威力无穷。

同传统经济理论及其政策主张相比,行为经济学显得格外谨慎,它并没有立刻提出解决经济问题的政策主张和治国良方,它只是在长期被忽视的领域(人类行为)向传统理论发起攻击。即便如此,它仍然具有划时代的积极作用。因为它以观察和实验等实证的方法,把几十年来一直在数学公式里兜圈子的经济学领回到它所研究的实际生活中来,并迫使那些不现实的理论家正视现实。这就是行为经济学最大的贡献,也正是这一点,使得枯燥乏味的经济理论研究有了令人兴奋的转变,使经济学研究增添了应有的"人文关怀"气息。

当然,作为一门新兴学科,行为经济学还存在着某些不足,如:

(1) 尚没有形成完整的理论体系;

(2) 有关学者没有足够的心理及行为科学知识,或者缺乏经济研究所需要的数学基础;

(3) 没有严格的理论逻辑。

因此,西蒙(H. A. Simon)认为:目前行为经济学"不是单一特定的理论,而是对人类行为新古典假设的实证检验,并根据检验结果进一步修正理论"。不过,随着研究的发展深入,行为经济学应该会发展完善,并且

形成特定的完整的理论体系。

从长期而言行为经济学不是一门独立的学科。蕴含行为学的经济学模型，由于对现实经济现象具有更准确的解释能力和预测力，将渐渐替代过于简单的传统经济学模型。而基于严格理性假设的经济模型，将被视为更广义的行为模型的一个特例，就像“预期理论”较之于“期望效用理论”。传统经济学的完全理性假设，只是事物的一面，而对于人们行为的另一面——受感性控制的一面，显得束手无策。行为经济学正是创造了一种更好的工具，使它能够同时完成不同的工作。第三章大量的行为经济学的延伸，足以证明该理论不可小视的发展潜力。

第二部分

行为经济学的应用

第七章　封闭式基金之谜

基金是投资公司的一种形式，由基金发起人向个人投资者发行股份募集资金并投资于各种资产。投资者持有基金的股份，承担投资风险并享受投资收益。与个人投资相比，基金具有降低交易成本、实现投资分散化和管理专业化等优点。

7.1　封闭式基金之谜

根据交易方式，基金可分为开放式基金和封闭式基金。开放式基金指基金的资本总额或股份数可以随时变动、可以根据市场供求情况发行新股份或赎回股份、规模不固定的基金。开放式基金的股份不在交易所内交易，投资者希望变现时，可以将股份以资产净值售还给基金。由于这个特性，开放式基金的价格不可能跌落到资产净值以下。基金存在手续费时，价格会高于资产净值。

封闭式基金指基金资本总额和基金的股份数在发行之前就确定下来、在发行完毕和规定的存续期内都保持不变的基金。封闭式基金的股份在交易所内交易，希望变现的投资者必须将股份出售给其他的投资者。因此，封闭式基金的价格由供求关系决定，其市场价格可能高于资产净值产生溢价，也可能低于资产净值产生折价。

基金投资运作方式首先出现在证券市场最为发达的美国。从美国封闭式基金市场的历史看，大部分基金都是溢价发行，然后很快转为折价，并且长时间维持折价，同时折价的程度会随时间发生变动。尽管有的封闭式基金有时会以高于资产净值的价格交易，但是近几年来，绝大部分的基金都保持着10%～20%的折价水平。然而不可思议的是，当封闭式基金转为开放式基金时，折价会自行消失。这就是金融理论界和实务界都非常关注的“封闭式基金之谜”。

根据封闭式基金的生命周期，一个完整的“封闭式基金之谜”包括四

个部分。

1. 开始阶段，封闭式基金的发起人通常以 10% 的溢价发行股份，从投资者手中募集资金投资于各种证券。这时大部分的溢价来自于前端费用，包括支付给基金承销商的承销费和启动成本。这些费用和成本要从发起人的收入中扣除，因此会相应减少基金的每股资产净值。

2. 封闭式基金交易开始后约四个月内，交易价格逐步从溢价转为折价，平均的折价水平约为 10%。此后折价成为正常情况，偶尔会出现溢价，但绝大多数的时间内均保持折价。因此，这个谜题最直接的一个问题就是，为什么投资者必须以溢价购买新基金却又以折价来交易现存基金。

3. 随着时间的变动，封闭式基金的折价水平不断变化，而且变动的幅度非常大，这说明折价并不是资产净值的固定部分。此外，折价水平的波动似乎有一种均值回复（mean reverting）的趋势。从事后看，如果长期投资于折价很大的基金，可以获得显著为正的异常收益。

4. 封闭式基金宣布以清算形式结束或转为开放式基金时，每股价格将上升，折价减少。基金股东投资封闭式基金的正收益绝大多数来自于此时基金折价的降低。但是，基金仍将保持小额折价，一直持续至清算结束或转为开放式基金时为止。

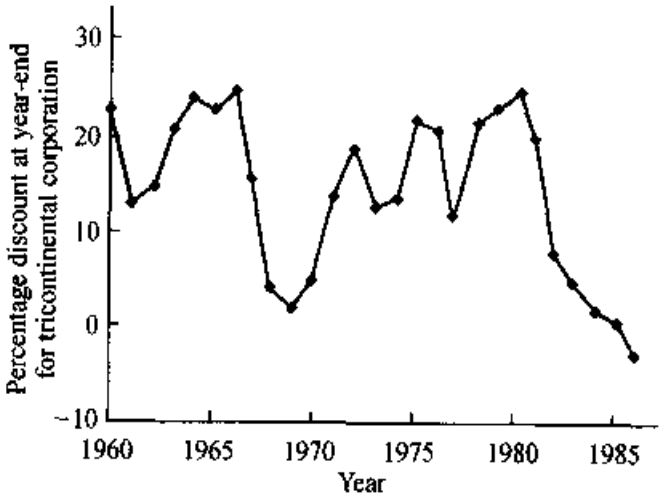


图 7.1 1960—1986 年间美国 TRICON 基金的年末折价或溢价水平（%）

图 7.1 以美国证券交易所的封闭式股票基金 Tricontinental（TRICON）为例显示了封闭式基金之谜的四个组成部分。TRICON 是美国证

交所最大的封闭式基金，在1986年12月的净资产总额超过13亿美元。图中折价百分比 = 100 × (NAV - SP)/NAV，其中NAV表示每股净资产价值，SP表示基金的每股价格。折价比率的均值是14.43，中值是15.0，最大值是25.0，最小值为 -2.5(即溢价)，标准差为8.56。如图中所示，该基金虽然在某些阶段以高于资产净值的价格出售，但是大部分时间以折价出售，并且频繁地在资产净值的20%折价周围徘徊，同时随时间波动剧烈，在1960—1986年间，其年末价格从25%的折价水平到2.5%的溢价水平不等。

7.2 "封闭式基金之谜"的传统解释

7.2.1 传统解释

国外许多学者已经进行了一些研究，试图解开封闭式基金之谜。这些研究的重点在于，如果简单地将封闭式基金的资产净值定义为基金中各证券价格的加权平均值，其资产净值是否有可能被高估。传统的解释是，基金的代理成本、投资者的未实现资本利得赋税、资产的流动性缺陷以及投资者对基金业绩的预期都可能造成基金的资产净值被高估。

(一) 代理成本理论

1973年，美国金融学家Boudreaux首先提出代理成本理论[①]。该理论认为，除了在购买基金股份时支付前端费用、卖出股份时支付撤离费用外，投资者还要承担基金的日常运作需要的成本，如基金管理者的管理费用、咨询费用、某些广告费和经纪人的佣金等，这些费用都直接从基金的资产中扣除。由于这些成本的存在，基金的市场价格应当低于其资产净值，即应当出现折价。

作为封闭式基金的定价理论，代理成本无法解释以下几个问题。

1. 代理成本不能解释折价的大幅度波动。一般来说，管理费用占资产净值的比例是固定的，不会发生剧烈的波动，而基金折价的波动非常剧

① Boudreaux, K. J., "Discounts and premium on closed-end mutual funds: A study in valuation", *Journal of Finance* 28, pp. 515—522, 1973.

烈也非常频繁。如果考虑未来管理费用的作用,理论上未来管理费用的现值应当随利率的波动而波动,但是实证研究表明折价的变化与利率变化之间并不存在明显的相关性。

2. 代理成本不能解释理性投资者的行为。既然理性投资者知道他们最终会以折价卖出基金的股份,他们一开始就不应当以溢价买入。

3. 美国金融学家 Malkiel 在其 1977 年的论文《封闭式投资公司股份的定价》中指出[①],代理成本不能很好地解释各基金间折价间横截面关系的变化。

(二) 未实现资本利得税赋理论

封闭式基金出现升值时,股东相应获得了资本利得,但因这部分资本利得并未实现,股东的个人所得税一直到基金将来出售资产并实现其资本利得时才会缴纳。可见,投资者购买了含大量未实现资本升值的封闭式基金时,需要承担潜在的资本利得税赋。这部分税赋会减少基金资产的清算价值,但并没有计入资产净值的标准计算公式中。基金的资产净值中包含的未实现资本利得越多,基金的折价比例应当越大。

如果考虑"封闭式基金之谜"的四个部分,未实现资本利得税负理论遇到了一些问题。

1. 当封闭式基金转为开放式基金时,每股资产净值并没有跌落到基金的每股价格水平上,相反,封闭式基金的价格向上移动到资产净值的水平,即折价消失了。只有在计算出的资产净值过高时,才会出现前一种情况。

2. 这个理论不能解释全部的折价水平。Malkiel 在 1977 年用资料进行了计算,假定未实现的增值占到基金资产的 25%,在最差的情况下,基金立即出售资产同时投资者后来也立即出售资产,折价至多只能达到 6%。按照正常的估计,在 25% 的未实现资产增值假设下,基金的折价应当只有 2%。

3. 根据这个理论,未实现的增值部分在牛市中变大,因此市场处于

① Malkiel, Burton G. "The valuation of closed-end investment company shares", *Journal of Finance* 32, pp. 847—859, 1977.

上升态势时封闭式基金的折价会变大，这和市场上观察到的证据正好相反。

4. 有些基金的收益可以免税，但这些基金仍然无法避免折价。如美国的 Nuveen 基金管理公司专门投资于市政债券（municipal bonds），其旗下的 NPI（Nuveen Premium Income Municipal Fund）基金由美国各州发行的市政债券组成。根据美国的税法，投资于市政债券的收益免交所得税，NPI 也相应免税，但该基金在 1988 年 7 月首发后 3 个月立即转为折价 6%。

（三）资产的流动性缺陷理论

资产的流动性缺陷理论认为，基金持有大量的受交易限制的股票——信函股票（letter stock）时，基金资产净值有可能被高估。信函股票是指美国一些公司的股票，这些股票没有在美国 1933 年公布的证券法案下登记注册过，因此不能进行公开上市交易。基金可以通过私募发行来持有这种股票，同时必须遵守一种信函式合约的规定，不能在一定的时间内将证券售回给公众，只能和相应的信函式合约一起私下出售。信函股票因缺乏流动性，其价值低于市场未受限制的同类股票。此外，基金如果过多地持有某一公司的股票，由于流动性风险，基金从清算中实现的收入可能会低于计算出的资产净值，特别是当该股票需求曲线斜率的绝对值较大时，基金抛售该股票会造成价格的急剧下跌，清算收入会远远低于当前计算出的资产净值。这种情况称为基金资产的大额折价。

资产流动性缺陷理论也都不能全面地解释“封闭式基金之谜”。作为折价的一般性解释，受交易限制股票的说法可以立即排除。许多以折价交易的大型基金只持有公开交易的可流动的证券，例如本章第一部分提到的 TRICON 基金就没有持有任何显著受限制的证券。从 TRICON 的年度财务报表中还可以发现，其流动性受到怀疑的资产——如需要董事会进行评估的资产，或是被标为“不可辨别”的普通股等——所占的比重非常低，不超过整个基金资产净值的 0.5%。同时，即使基金确实持有了受交易限制的股票，由此造成的影响也通过财务方面的管制大大降低。有关法律规定，基金在计算净资产价值时，必须将受交易限制的证券折算成董事会认可的、与一个“合理的”市场价值相当的数值。尽管如此，

Malkiel 在 1977 年的实证研究仍然发现，基金受限制股票的持有量和其折价水平的交叉截面之间存在一个小而显著的相关性，这说明市场并不相信基金已经充分地折算了这些证券的价值。因此持有受交易限制股票可以部分地解释某些特定基金的折价，但不能解释分散化投资的大基金的大额折价。

此外，大额折价说和受交易限制股票说都不能解释“封闭式基金之谜”中的其他部分，如封闭式基金转为开放式基金时的折价消失、投资者可获得显著的异常正收益等。

（四）业绩理论

业绩理论认为基金的折价反映了投资者对基金业绩的预期。基金管理者的管理能力也是一种资产，其价值不尽相同，具有出色管理能力的基金管理者会增加基金的资产净值。如果投资者对基金管理人的投资技能有良好的预期，认为他们能够打败市场获得超过市场平均水平的收益，基金就会出现溢价，反之就出现折价。

但是实证研究表明，基金的业绩并不具有一致性。过去业绩较好的基金，在未来的表现并不一定好，这就限制了业绩理论的应用性。统计资料还表明，美国证券市场中收益超过市场水平的基金也常常发生折价。

从上述分析可知，这四个理论只是初步解释了折价的存在，即使将四个理论结合起来共同考虑，仍然无法给出“封闭式基金之谜”的完整答案。关于“封闭式基金之谜”其他部分的解释，如为什么会以溢价发行基金，为什么折价会随时间波动，为什么在转为开放式基金时折价会减小乃至消失，需要在现有的理论之外去寻找。

7.2.2 封闭式基金中的噪音交易者风险

噪音交易者风险理论提出了对“封闭式基金之谜”的一种不同的解释。由于噪音交易者的长期存在，持有封闭式基金的风险包括两个部分：持有基金投资组合的风险和噪音交易者风险。其中噪音交易者风险表现为基金发生折价时，如果噪音交易者在将来一致变得非常悲观，基金的折价会进一步变大，给理性套利者带来额外的风险。理性套利者如果购买基金同时又必须在基金价格恢复之前清算，他们就会遭受损失。出于这

种担心，理性套利者在一开始就会限制自己的套利行为和套利头寸。

在详细解释噪音交易者对封闭式基金折价的作用之前，我们首先介绍一个噪音交易者模型，然后讨论这个模型在封闭式基金上的应用。

7.2.2.1　噪音交易者模型

这个模型由 Bradford De Long，Andrei Shleifer，Lawrence Summers 和 Robert Waldmannzai 提出[①]，简称为 DSSW 模型。该模型是一个投资者"世代交叠"的两阶段模型，第一阶段中的交易商可以存续到第二阶段，第二阶段中又有新的交易商加入。为简单起见，假定没有首期的消费、没有劳动力供给的决策、没有跨期资源遗留。所有交易商的资源都是外生变量，他们要做的决策就是在第一期选择一个"最优"的组合。

整个经济环境中有两种资产 s 和 u，其中 s 是安全资产，u 是风险资产，两者的分红完全相同。安全资产 s 每期支付一份固定的实际红利 r，将 s 的价格标准化为 1，r 就是无风险利率。s 的供给处于一个完全弹性状态，即在任何时期，一单位的消费品可以转化为一单位的 s，一单位的 s 也可以转化成一单位的消费品。风险资产 u 同安全资产 s 一样支付等量的实际红利 r，但 u 的供给处于完全没有弹性状态，数量保持不变。风险资产 u 的数量可标准化为一个单位，u 在 t 时期里的价格用 p_t 表示。如果市场是有效的，资产的价格等于其未来红利的净现值，资产 u 和资产 s 的价格相等，在任一时期都以相同的价格 1 来买卖。但是下面通过推导将得出，当存在噪音交易者时，资产 u 的价格不等于 1。

模型中存在两类交易商：具有理性预测能力的套利者 a 和噪音交易者 n。模型中噪音交易者的比重为 μ，套利者的比重为 $1-\mu$。在初期 t，两类交易商都根据对 $t+1$ 时期 u 的价格分布和期望值在 u 和 s 间分配他们的投资组合，以实现期望效用的最大化。到 $t+1$ 期，交易商将他们持有的资产 s 转变为消费品，以 p_{t+1} 的价格将资产 u 卖给下一代的交易者，并消费完所有财富。在 t 期，一个典型的套利者以真实信息为基础准确地看到了持有风险资产带来的收益，一个典型的噪音交易者则错误地预

① Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence Summers and Robert Waldmannzai, "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy*, 1990, vol. 98, no. 4, pp. 703—738.

测了风险资产的预期价格，其错误偏离正确认识的程度是一个独立同分布的正态随机变量 ρ_t：

$$\rho_t \sim N(\rho^*, \sigma_\rho^2)$$

ρ^* 是错误认识偏离正确认识的均值，也可以认为是噪音交易者对未来市场是否呈现“牛市”的一个信心指针，σ_ρ^2 是噪音交易者风险资产期望收益错误认识的方差。

假定每类交易商的效用是关于其财富水平的、风险厌恶系数为常数 γ 的函数，套利者和噪音交易者在期初的决策均为选择一定数量的风险资产，使得自己的期望效用最大化。可计算出套利者和噪音交易者对风险资产的需求分别为

$$\lambda_t^a = \frac{r + {}_tp_{t+1} - (1+r)p_t}{2\gamma({}_t\sigma_{p_{t+1}})}$$

$$\lambda_t^n = \frac{r + {}_tp_{t+1} - (1+r)p_t}{2\gamma({}_t\sigma_{p_{t+1}})} + \frac{\rho_t}{2\gamma({}_t\sigma_{p_{t+1}})}$$

注意到在套利者的需求函数中，分母上出现的价格方差来源于噪音交易者风险，表明噪音交易者造成的下一阶段价格波动越大，套利者在期初对风险资产的需求越小。噪音交易者的需求函数中增加了一项，这是由于他们对未来价格的预期有一个偏差 ρ_t。偏差为正时，噪音交易者高估预期收益，比套利者需要更多的风险资产；偏差为负时，噪音交易者低估预期回报，他们持有的头寸小于套利者。套利者对噪音交易者造成的剧烈变动的风险资产头寸进行弥补，在模型中施加了一个稳定性的影响。

在第二阶段，套利者和噪音交易者出售所有的风险资产给新进人的第二代交易商。均衡状态下，第二代交易商对风险资产的需求总和为 1。可求出风险资产 u 的均衡价格为

$$p_t = 1 + \frac{\mu(\rho_t - \rho^*)}{1+r} + \frac{\mu\rho^*}{r} - (2\gamma)\frac{\mu^2\sigma_\rho^2}{r(1+r)^2}$$

没有噪音交易者时，风险资产的价格应与无风险资产的价格相等，均为 1。因此上式右边的后三项表示了噪音交易者对资产 u 的价格的影响。上式中的第二项表示噪音交易者错误预测偏差的变动（预期发生了变化）会引起的风险资产 u 的价格波动。如果某期的噪音交易者比平均

的噪音交易者对市场更加乐观，p_t 将上升；如果他们比平均水平更悲观时，p_t 将下降。他们的错误预测偏差为平均值 ρ^* 时，第二项的值为 0。μ 是噪音交易者的比重，μ 越大，噪音交易者相对套利者的数量越多，资产价格的波动性越大。

上式中的第三项表示当噪音交易者平均错误预测偏差不为 0 时引起的 p_t 对其基本价值的偏离。如果噪音交易者平均而言是乐观的，这种“价格压力”效应使得 p_t 大于 1。此时乐观的噪音交易者承担了高于平均水平的价格风险，而套利者承担了较小一部分的价格风险，后者的期望超额收益会相应降低，表现为愿意为资产 u 支付一个较高的价格。

上式的最后一项是这个模型的第一个重点。如果存在噪音交易者变得悲观使风险资产价格下跌的风险，套利者不会持有风险资产，除非能得到相应的补偿。t 期中的噪音交易者和套利者都相信资产 u 的价格不合理（但他们认为的定价偏差方向相反），但由于 p_{t+1} 不确定，两类交易者都不愿意在这种不合理定价上多冒险。在临界情况下，多持有 1 单位风险资产带来的收益正好被因此带来的额外价格风险抵消，这就是 u 被称为“风险资产”的原因：下一代的噪音交易者对资产价格预期的不确定性使得本来无风险的资产 u 具有了风险性，并使其价格下降、收益上升。值得注意的是，这种噪音交易者风险是在系统内部的，从整个经济系统来看，并没有产生任何额外的风险。

上述讨论的结果依赖于模型的三个基本假设：投资者的世代交叠结构、风险资产的固定供给、噪音交易者风险的系统性特征。这三条假设都具有显著的经济意义。

投资者重叠结构有两个作用。

1. 只有持有风险资产的收益不确定，才会存在均衡价格。当然，如果模型中 u 支付的红利不确定，u 和 s 无法相互完全替代，是否有一个确定的最后一期也无关紧要。因此两种资产不能完全替代时，投资者重叠结构假设不是必要的。

2. 投资者重叠结构确保每个交易商都具有短暂的交易期限，必须在风险资产的价格恢复之前就出售资产，因此这个模型可以描述机构投资对证券价格的影响，如投资委托人对代理人绩效的频繁评估等。

风险资产供给固定的目的在于防止套利者寻求其他的盈利策略，如风险资产的定价偏高时把一部分的无风险资产转变为风险资产，或者在风险资产定价偏低时将风险资产转为无风险资产。如果完全取消这个假设，市场中的套利机会将越来越多，市场将恢复有效性。

系统性的噪音交易者风险假设保证了噪音交易者风险可以影响到整个市场或大部分的证券。如果每项资产的噪音交易者风险都是特殊风险，噪音交易者风险就不能包含在均衡条件下的资产定价中。反之，如果噪音交易者风险是系统风险，它就能够被定价，而且本质上不相关的证券会有相互关联的收益。这就得出一个推论：受相同的噪音交易者情绪化影响，本质上不相关的证券的价格会共同变动。反过来，如果证券价格的共同运动没有一个共同的基本因素来解释，也就证明了噪音交易者风险的存在。

市场经济的倡导者 Friedman 曾在 1953 年指出，非理性交易者在市场上的作用无关紧要，他们基于错误的信息上与理性交易者进行交易，最终会发生亏损，财富越来越少，直至被驱逐出市场，因此市场上总是理性的投资者占绝大多数。DSSW 模型同样可以说明噪音交易者有可能取得平均高于套利者的收益，他们不一定会被“踢出市场”。

假定两类交易者的初始资金量相同，在安全资产 s 上获得的收益率相同（均为 r），因此他们投资组合的收益率取决于在风险资产上的投资比率不同，差异的大小取决于持有的风险资产数量的差与风险资产的超额收益率的乘积，可以表示如下：

$$\Delta R_{n-a} = (\lambda_t^n - \lambda_t^a)[r + p_{t+1} - p_t(1+r)]$$

从噪音交易者模型中得到噪音交易者与套利者的风险资产 u 头寸之差以及 t 期时风险资产 u 的超额收益，从中可以计算出 t 期时噪音交易者的超额收益为

$$_t(\Delta R_{n-t}) = \rho_t - \frac{(1+r)^2(\rho_t)^2}{(2\gamma)\mu\sigma_\rho^2}$$

因此，噪音交易者与套利者收益率之差的期望值可以表示为

$$E(\Delta R_{n-a}) = \rho^* - \frac{(1+r)^2(\rho^*)^2 + (1+r)^2\sigma_\rho^2}{(2\gamma)\mu\sigma_\rho^2}$$

可见，噪音交易者能够获得较高期望收益的必要条件是他们对风险资产期望收益的错误预测偏差的均值ρ^*为正，即高估了风险资产的平均收益。上式中等号右边的第一项ρ^*可称为一种“持有更多”效应：ρ^*越大，噪音交易者持有的风险资产越多，因承担了风险而取得的收益越大，相对于套利者的期望收益也越高。ρ^*可视为投资者“牛市信心”的一个指针，其取值为正表明了噪音交易者过度乐观的情况。2002 年诺贝尔经济学奖得主 Kahneman 曾指出，过度乐观是噪音交易者在投资判断中一种常见的心理偏差。此外，噪音交易者的另一种常见的心理偏差——过度自信，也会导致他们在风险资产 u 上的过度投资。

上式右端第二项的取值一定为正，这反映了不利于噪音交易者获得较高收益的各种因素。分子项中的前半部分体现了一种“价格压力效应”，表示噪音交易者对风险资产 u 越乐观，需求越大，u 的当前价格越高，噪音交易者因承担风险而带来的收益有所降低，与套利者的期望收益率之差也相应下降。

分子项的第二部分体现了一种“高买低卖”效应，反映了噪音交易者的“追涨杀跌”交易策略。因为噪音交易者的错误预测 ρ_i 是随机的，他们有可能选择了最差的时机入市。噪音交易者购买了大量的风险资产 u，一旦未来 u 的价格下跌，就会遭受巨大的资本损失。这是 Friedman 预测噪音交易者会被市场淘汰的原因，也称为“Friedman 效应”。

上式右端第二项的分母体现了一种“创造空间”效应，这也是整个模型的另一个重点。风险资产 u 的价格风险随着噪音交易者预测偏差不确定性 σ_ρ 的上升而上升，风险厌恶型的套利者会相应减少与噪音交易者的交易程度，使得风险资产的价格偏差难以得到纠正。风险厌恶系数 γ 越大，交易者的风险厌恶程度越高，“创造空间”效应的影响较大，抵消掉“价格压力”和“高买低卖”效应越多，噪音交易者越有可能获得高于套利者的平均收益。

乐观的噪音交易者能在市场中取得比套利者更高的报酬，这表明 Friedman 简单的“市场选择淘汰”的说法是不完全的。DSSW 模型与 Friedman 模型最主要的区别在于：随着噪音交易者数量的增加，风险相应上升，套利者的需求曲线会发生移动。即使套利者相对于噪音交易者的

效用可能会上升,但是相对的期望收益会下降。如果噪音交易者的财富有可能比套利者增长得更快,那就不能断言噪音交易者会输钱并最后被淘汰出市场。

7.2.2.2 封闭式基金中的噪音交易者风险

考虑噪音交易者模型在封闭式基金上的应用,假设安全资产 s 是与封闭式基金相同的投资组合,风险资产 u 是这个基金本身。这个假设有其合理性,因为封闭式基金的关键特征是可供应的股份数是固定的,而模型中风险资产的供给也被限制为固定的。同时假设噪音交易者对 s(投资组合)相对于 u(封闭式基金)的收益的看法取决于其不断变动的情绪化(sentiment)的影响。有时噪音交易者对封闭式基金的收益持乐观态度,于是就把价格驱动到高于净资产价值的水平上;有时他们持悲观态度,于是就压低封闭式基金相对于投资组合的价格。对单个证券来说,其基本价值很难确定,投资者的情绪波动引起的效应也很难辨别出来。但是对封闭式基金来说,投资者的乐观反应会使基金出现溢价或折价较小,其悲观态度则会导致基金出现较大的折价,这都是很容易观察到的。因此,投资者情绪化对基金价格的影响是:某些投资者对收益的预期会产生无法预测的随机变动,这些投资者对封闭式基金的需求相应产生随机变动,进而引起折价水平的随机性波动。

在这个模型中,持有封闭式基金的风险由两部分构成:持有基金组合的固有风险 + 噪音交易者对基金的情绪化发生变动的风险。最值得关注的一种情况是,如果噪音交易者对封闭式基金的看法变得相对比较悲观,任何持有封闭式基金的投资者都必须承受未来折价变大的风险。

但是这会引发一个问题:既然投资者的情绪化也影响到了与封闭式基金的构成相同的投资组合,那么究竟是什么不同的情绪化因素影响到了封闭式基金,使得后者的价格与前者的价格发生背离呢?在美国的证券市场上,这个差异来源于个人投资者在封闭式基金和对应投资组合上持股比例的差异。

在美国,有大量证据表明封闭式基金主要由单个投资者持有并交易量大,而在个股中个人投资者持有的比例就相对小得多。例如,美国经济

学家 Weiss 在 1989 年研究了封闭式基金发行后的业绩后发现[①]:新的封闭式基金首次公开发行三个季度后,机构投资者持有的基金股票的比例不到 5%。与此相对的是他研究的一个控制样本的资料,其中首次公开发行的股票在发行之后三个月,机构投资者的持股比例高达 23%。在本章的第五部分给出了美国约 20 个封闭式基金的持股数据,其中机构投资者在 1988 年初的平均持有比例为 6.6%,中数为 6.2%。同样在 1988 年初,以纽约证券交易所(NYSE)股票中总市值最低(小盘股)的 10% 作为随机样本,其平均的机构持有比例约为 26.5%,中数为 23.9%,如果以总市值最高(大盘股)的 10% 股票作为样本,其平均的机构持有比例高达 54.1%,中数为 52.0%。孟菲斯州立大学的证券市场研究所(ISSM)提供的日内交易资料还显示,1987 年在封闭式基金的交易中,每笔交易金额低于 1 万美元的交易笔数占 64%;在 NYSE 总市值最低的 10% 股票的交易中,每笔交易金额低于 1 万元的约占 79%;在总市值最高的 10% 股票的交易中,交易金额低于 1 万元的交易仅总交易数的 28%。所有这些证据都有力地表明美国的封闭式基金主要由个人投资者持有并且交易。

如果个人投资者在封闭式基金中的持股比例较高造成了基金折价容易受到投资者情绪化的影响,那么投资者情绪化应当也会影响其他主要由个人投资者持有和交易的证券。从上文的证据中我们可以看出,对总市值最低的 10% 股票而言,每笔交易金额低于 1 万元的约占到 79%,因此小盘股就是个人投资者持股比例较高的股票。如果小盘股确实像封闭式基金一样经常受同样的个人投资者情绪化的影响,那么封闭式基金折价的波动就应该和小股票的投资收益密切相关。当然,如果除了封闭式基金以外还有足够多的股票受到同样的个人投资者情绪化风险的影响,投资者就无法将之分散化,这种风险就应当体现在均衡价格中,换言之,它应当能够被定价。

---

① Weiss, Kathleen, "The post-offering price performance of closed-end funds", *Financial Management*, Autumn 1989, pp. 57—67.

7.3 封闭式基金的投资者情绪化解释

7.3.1 投资情绪化

1991 年,美国金融学家 Charles Lee, Andrei Shleifer 和 Richard Thaler 正式提出用投资者的情绪化来解释封闭式基金之谜的四个部分[①]。

(一) 折价的出现和长期存在

封闭式基金由于其供给相对固定且多为个人投资者持有和交易,其噪音交易者风险大于相应投资组合,因此在基金发行后一定阶段将出现相对于资产净值的折价。

能否用套利消除价格偏差呢? 比如,套利者可以买入定价偏低的封闭式基金,同时卖空该基金的标定资产投资组合以期获利。但是,这种套利只有在同时满足以下两个条件时才是有效的:

(1) 套利可行且无成本;

(2) 套利者有无限的时间期限,永远不会被强制清偿其持有头寸。

现实中的情况正好相反:套利者除了承担套利成本(如交易成本)外,还可能必须在某段有限的时间内清偿头寸,此时他必须承担从套利活动开始后折价变大带来的风险。即使基金的折价最终会消失,套利者在短期内也会遭受账面损失。如果由于某种原因套利者必须在折价消失之前全部平仓,他就会遭受真实的损失。

我们可以用一个例子来说明这个过程。套利者以 0.9 元买入折价 10% 的基金,同时卖空价值 1.0 元、定价正确的投资组合。他可能遇到以下三种情况:

1. 有卖空限制,套利者获得 0.1 元的净收益,此后基金折价消失,套利者在基金头寸和投资组合上均平仓(现金流为 0),不考虑交易成本,净利润为 0.1 元;

2. 没有卖空限制,套利者获得 0.1 元的净收益,此后在基金价格下

① Charles Lee, Andrei Shleifer and Richard Thaler, "Investor sentiment and the closed-end fund puzzle", *Journal of Finance*, March 1991, pp. 75—109.

跌至0.8元时套利者被迫平仓，在平仓时亏损0.2元，扣除期初的盈利，净亏损0.1元；

3. 有卖空限制，套利者只能获得卖空收入的80%即0.8元，需借入0.1元才能买入基金，基金价格下跌至0.8元时套利者被迫偿还借入的资金，故抛出1/8的基金头寸，亏损0.08元。如果在折价消失前必须平仓，还会遭受与B中相同的损失，不计交易成本时，净亏损也是0.1元。

上面的最后一种情形最接近现实市场上，即存在卖空限制，卖空者无法得到全部的收入，可能需要通过清偿部分头寸来获取资金。在这种情况下，噪音交易者风险将不可避免，因此套利者在一开始就只持有有限的头寸，使得折价得以持续。可见，基金的折价是套利活动受到噪音交易者风险限制时的自然结果。

在现实中还存在其他的成本，这些成本也限制了套利活动，造成折价得以持续。例如，在套利活动中有时很难精确地复制出对应于封闭式基金的资产组合；卖空证券需要向其他投资者"借入"证券，需要支付相应的利息；借入资金需要支付利息等等。有证据表明，这些成本越大，封闭式基金相对于其组合资产的折价越大。

既然上述"购入并持有"(buy and hold)套利策略都会遭遇噪音交易者风险，有人曾经提出另外一个可以避免被迫清偿的策略，即完全接管一个折价的封闭式基金，然后出售其资产获得资产净值。这种接管策略在1980年就遭到了美国经济学家Grossman和Hart的批判[①]。他们指出，当接管人要从基金的股东们手中买入股份时，股东必定会出现"搭便车"现象——除非接管人以资产净值报价，否则股东们就不会按照接管人的报价出售股份。既然如此，接管人完全无利可图，自然也就不会向股东们报价了。此外在现实中，管理层的抵制和法律法规上的限制都是潜在接管者无法逾越的巨大障碍。例如，1980年TRICON基金和Lehman基金都分别打败了四次重组的企图。现实中几乎没有人再试图采用这种接管策略，也说明这种策略确实无利可图。

---

① Grossman, S. and Hart, O., "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics* 11, 1980, pp. 42—64.

综合以上分析可知，由于持有基金的风险大于直接持有基金标定资产投资组合的风险，而且这种风险是系统性的，所以平均而言，基金持有者要求的收益率要高于直接持有标定资产投资组合的投资者要求的收益率。换言之，为了吸引投资者持有基金的股份，基金必须以低于其净资产值的折价出售。这实际上是噪音交易者模型中的“创造空间”效应在封闭式基金上的应用。

（二）基金的存在

既然基金的折价不可避免，为什么在基金发行时还会有投资者以溢价购买呢？投资者为什么不等到基金折价发生后再买呢？

理性交易者在开始时并不会购买基金。相反，如果他们能够借到股票的话，他们应当选择卖空基金。当然，卖空首次公开发售的封闭式基金是极端困难的，而且基金的承销商还会买入基金来支撑其价格。既然理性的投资者不会买入基金，什么样的投资者会选择买入呢？

根据美国的经验，资产管理公司向个人投资者发行基金时，通常利用投资顾问作为销售渠道。依赖投资顾问的投资者往往都是缺乏金融知识的投资者。这些投资者容易犯两个认知上的错误：盲目乐观和过于轻信。他们不但会高估证券和基金的真实期望收益率，还非常容易听信所谓“专家”或顾问的意见。这些人是噪音交易者的一种，在市场上确实存在。一旦这种噪音交易者对封闭式基金表现出乐观情绪，而且其他资产也受到投资者情绪化相同变动的影响时，就会出现一些有胆量的基金发起人，他们把资产投放到基金中，将基金出售给噪声交易者，并从中获利。在基金的准备阶段和发行过程中，发起人还会雇佣一些职业投资者和投资分析师在招股说明书中和报纸杂志上对基金的投资前景作出一个非常美好的预期，鼓励噪音交易者以溢价买入基金的股份。因此，所谓“基金的存在性”只是聪明的投机者利用不够成熟的公众的一种手段。

（三）折价的波动

噪音交易者的情绪化理论恰好也解释了基金折价的随机波动。既然噪音交易者对封闭式基金（及其他证券）未来收益的情绪化会有随机波动，封闭式基金折价的随机波动就不足为奇了。实际上从另一个角度看，折价的随机波动也是折价普遍存在和长期存在的前提，因为正是折价的

随机性使得基金投资具有风险性。如果折价水平维持固定不变，买入基金并卖空基金标定投资组合的套利策略将成为无风险的策略，任何理性投资者在任意短的期限内都可以套利，折扣就会相应消失。

（四）折价的消失

对封闭式基金宣布转为开放式基金以及转换和清算实际发生时的折价减小和消失，噪音交易者的情绪化理论也给出了比较令人满意的解释。当大家都知道某个基金将转为开放式基金或被清算时，噪声交易者的风险消失，折价随即消失。甚至当某个基金将转为开放式的可能性有显著上升时，交易者也会有所反应，噪声交易者风险下降，折价水平也相应降低。当宣布开始转换或清算时，投资者都知道折价继续变大且被迫平仓的可能性不复存在，转换后平仓套利头寸可以保证获利，于是纷纷开始无风险的套利，买入基金并卖空对应的标定资产投资组合。

在宣布转换或清算之后，基金有可能还存在小部分的折价，但并非来源于噪音交易者风险。这种剩余折价可能由另外的两个原因引起：传统的解释如代理成本和未实现资本利得税赋等因素的作用，或套利交易的实际交易成本，如卖空限制下无法立即收回卖空的全部收入或无法精确复制基金的投资组合等。如不考虑这些与噪音交易者无关因素的影响，投资者的情绪化理论可以完全预言宣布转换时折价会逐渐变小且清算开始时折价会最终消失。

7.3.2 “情绪化”共同影响的作用

对单个封闭式基金来说，投资者情绪化理论可以解释其折价之谜的四个部分。从封闭式基金的历史看，折价是普遍发生且长期存在的。如果基金普遍的折价不是反映了每一个单个基金在管理和运作中的特殊变化，而是投资者情绪化的普遍变化，那么这个理论对于封闭式基金还有很多值得继续深讨的意义。换言之，如果投资者情绪化的变动会影响到市场上所有的基金甚至大部分的证券，那么对基金市场和证券市场又会产生什么样的作用？在封闭式基金之谜的传统解释中，每一个基金都是不同的个案，无法讨论基金和市场受到的共同影响。但在投资者情绪化理论中，情绪化的共同影响产生的作用就不可忽视了。

1. 既然同一种情绪化造成所有的基金以及其他证券的折价，而且这种情绪化的变动也决定了折价的变动，那么折价水平和折价变动在不同基金间应当高度相关。

2. 基金应当在噪音交易者对其收益率比较乐观的时候开始发行和运作。例如，假定某个新基金与某个老基金的投资风格非常近似，可以认为是后者的投资替代产品，那么当投资者对老基金及其增发都比较看好，表现为老基金以溢价或者以一个比较小的折价交易时，就是新基金的最佳发行时机。当然，如果新基金与老基金的投资理念相去甚远，两者不能良好替代时，或者新基金的卖空存在限制时，上述这种效果就不明显了。尽管如此，我们还是可以通过观察新基金发行时老基金折价的变化情况来检验基金间行为的关系。

3. 如果投资者的情绪化在套利活动存在时也能影响封闭式基金的价格，这个理论要求由情绪化的变动引起的风险必须是系统性的风险，影响封闭式基金折价的投资者情绪化必须同时也会影响其他各种证券，包括与封闭式基金没有关系的证券。例如，应当存在某些股票投资组合，其收益率与封闭式基金的平均折价的变动之间有一定的相关性。基金的折价变小时，与基金受到相同的投资者情绪化影响的股票组合应当表现良好，基金折价变大时则相应表现较差。投资者情绪化理论本身并没有指出哪些证券会与封闭式基金受到相同的情绪化的影响，从美国证券市场的实践看，这些证券多数是总市值较小以及主要由个人投资者持有和交易的证券。

上述第三点对证券市场具有极其重要的指导意义，因为它提出了反驳有效市场的一个理论依据。有效市场理论的基本原则是没有消息时证券的价格不应发生变化。投资者情绪化理论则指出，对那些本质上毫不相关的证券来说，可能仅仅因为由相似的投资者进行交易，受到相似的投资者情绪化的影响，这些证券的价格间就会呈现出一种共同的变化。价格的共同变动体现了证券对需求变动的反应，但由于这些证券在本质上互不相关，这些需求的变动与基本面消息毫无关系，因此共同变化否定了有效市场原则。如果价格的共同变动可以从资料中检测出来，就给出了反驳有效市场的实证证据。

7.4　投资者情绪化的证据

我们采用 Charles Lee 等人文章中的资料来给出投资者情绪化的证据。Charles Lee 等人挑选了美国证券交易所的 68 个基金作为研究对象，收集了这些基金在 1956 年 7 月到 1985 年 12 月间的每周净资产值、股价和每股折价资料。为了便于同其他宏观变量的比较，研究中采用的是月度资料，即选择距离每个月末最近的一个周五的资料（可能取得了下一个日历月的资料），因此每个资料距离月末的时间都在三天之内。根据每股净资产值和月末流通股数，计算出每个基金的总净资产价值。

为了考察基金的整体折价水平，分别在年度和月度水平上构造加权平均折价指数（VMD），可表示如下：

$$VMD_t = \sum_{i=1}^{n_t} W_i DISC_{it}$$

其中 i 是基金的个数，t 是时间期限。W 是基金的资产净值占所有资产净值的比重，DISC 是基金 I 在时刻 t 的折价水平，分别为

$$W_i = \frac{NAV_{it}}{\sum_{i=1}^{n_t} NAV_{it}}, DISC_{it} = \frac{NAV_{it} - SP_{it}}{NAV_{it}} \times 100$$

NAV_{it} 是基金 i 在 t 时期末的净资产价值，SP_{it} 是基金 i 在 t 时期末的股价，n_t 为基金的个数。

为了考察折价的波动，还需要计算折价指数的变动值 ΔVWD。在选择的 68 个基金中，有些基金在某些月份没有报价，为了剔除这个效应，在计算 ΔVWD 时需要重新计算 VWD，其中包含的基金必须在相邻的两个月中都有报价，从而可以在相同的资产基础上计算指数的月度变化。定义 ΔVWD 为

$$\Delta VWD_t = VWD_t - VWD_{t-1}$$

为了更加体现美国股票市场特征，在原始的 68 个基金样本中分别剔除了专门投资于外国证券的基金和债券基金，最后用于计算月度 ΔVWD 的基金数目约为 20 个，全部是股票类基金。在这 20 个基金中，有的存续期相对较短，另外一些偶尔还会有丢失的资料点，所以每个月用于计算 VWD 和 ΔVWD

的基金个数都不同。在大多数月份中,指数中至少包括 10 个基金。

7.4.1 不同基金折价的共同变动

噪音交易者的情感化模型预测,封闭式基金在折价的水平和折价的变动上都应该是相关的。图 7.2 中显示了 1960 至 1986 年间美国所有的封闭式股票基金在每年年末的折价水平。从这张图中可以得到一个直观的印象,即单个基金的折价之间是高度相关的,否则所有基金的平均折价线就会近似表现为水平线。根据 Charles Lee 等人的计算结果,每两个国内基金年末折价的平均相关系数是 0.497,专项基金间的相关系数不显著,而某些分散投资基金的相关系数则超过 0.8,股票基金年末折价变动的平均相关系数为 0.389。

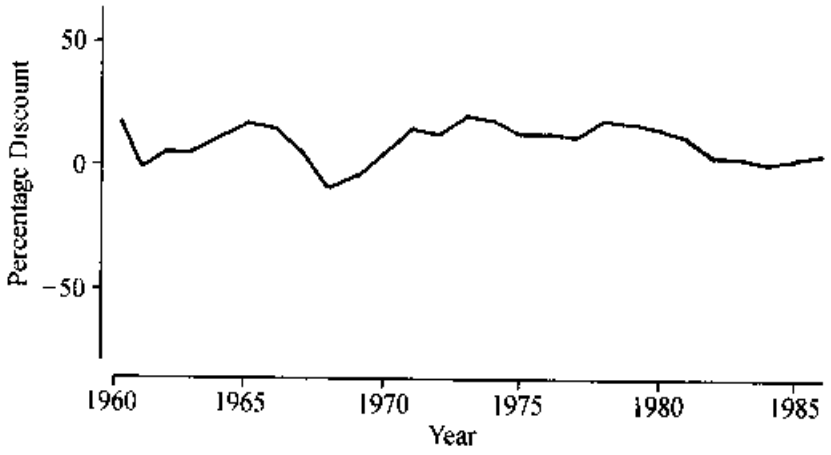


图 7.2 1960—1986 年间所有的封闭式股票基金在每年年末以百分比表示的折价水平

Charles Lee 等人还计算了 9 个主要基金与月度折价水平的相关性以及月度折价水平变动的相关性。从表 7.1 中可知,大部分基金的折价水平间显示了高度的正相关性,国内基金月末折价的平均相关系数为 0.530,分散化国内基金为 0.643。此外也存在几个例外,如 ASA 基金和 Japan 基金(两个外国基金)以及 Petr 基金(专门投资石油和天然气股票的基金)间的折价水平呈现负相关。尤其令人吃惊的是,表 7.1 中给出的平均折价水平 VWD 和单个基金折价水平间的正相关性非常显著,表明单个基金的折价之间确实存在共同变动。表 7.2 的资料证实了这一点,国内股票基金每月折价变动的平均相关系数是 0.248,分散化国内基金为 0.267。

表 7.1　单个基金间的月度折价的相关性

(NYVAL:1965 年 7 月至 1985 年 12 月 NYSE 加权平均市场指数)

基金名	AdExp	ASA	CenSec	GenAm	Japan	Lehman	Niag	Petr	TRICON	VWD
AdExp	——									
ASA	0.266	——								
CenSec	0.654	-0.268	——							
GenAm	0.737	0.065	0.596	——						
Japan	0.430	0.235	0.512	0.395	——					
Lehman	0.830	0.303	0.693	0.785	0.643	——				
Niag	0.596	0.106	0.266	0.633	0.533	0.753	——			
Petr	0.378	0.165	0.519	0.254	-0.084	0.230	0.198	——		
TRICON	0.651	0.075	0.651	0.459	0.533	0.666	0.671	0.279	——	
VWD	0.810	0.427	0.539	0.711	0.651	0.893	0.767	0.281	0.805	——
NYVAL	-0.019	0.477	-0.086	-0.254	-0.053	-0.046	-0.084	-0.016	-0.316	-0.056

表 7.2　单个基金月度折价变动的相关性

(VWNY:NYSE 加权平均市场指数的月收益)

基金名	AdExp	ASA	CenSec	GenAm	Japan	Lehman	Niag	Petr	TRICON	ΔVWD
AdExp	——									
ASA	-0.054	——								
CenSec	0.424	0.037	——							
GenAm	0.301	-0.622	0.063	——						
Japan	-0.028	0.018 9	-0.031 1	0.018 1	——					
Lehman	0.304	0.061	0.339	0.406	0.037	——				
Niag	0.173	0.082	0.178	0.188	0.118	0.263	——			
Petr	0.269	0.051	0.056	0.247	0.173	0.173	0.249	——		
TRICON	0.358	-0.171	0.238	0.242	0.053	0.309	0.247	0.201	——	
ΔVWD	0.419	0.384	0.300	0.435	0.165	0.629	0.413	0.381	0.561	——
VWNY	0.159	-0.143	0.199	0.059	-0.241	0.1061	0.225	-0.027	0.120	0.013

表 7.1 和表 7.2 还表明,无论是折价水平还是折价变动与股票水平和股票收益率之间都不存在高度相关性,如加权平均市场指数 VWNY 的收益率与△VMD 之间的相关性几乎接近于零。如果基金的折价由投资者情绪化的变动驱动,这表明情绪化的变动与整个股票市场的收益间不

存在高度的相关性。因此投资者情绪化的变动确实反映了美国证券市场上单个投资者间情绪化的差异。

7.4.2 基金启动的时机

根据噪音交易者的情绪化理论,当老基金以溢价或小的折价出售时,新的基金开始发行或启动。在检验这个假设时必须注意几个问题。

1. 在检验期的某些年份中可能没有基金启动。

2. 组织和注册一个基金需要花费时间,基金可能在考虑和策划很长时间之后才会发行上市,或者由于市场环境的变化造成基金发行最终被撤销。这会在基金发行的时间序列上造成一些偏差。

3. 新的基金上市时,总会带有一些与现有的基金不同的特征。在1970年代早期上市的基金主要是债务基金和那些专门投资于受限制证券的基金,这些都是新出现的基金类型。到了1980年代,尤其是1985到1987年的牛市中,出现了大量的外国基金以及"名人基金"(由一些著名的基金经理人管理的基金)。前者为投资者提供了更容易进入外国市场的机会,后者因为有著名基金经理人的专业技能,获利的机会更大。因此,如果新基金有优于老基金的特征,即使在老基金折价时也可能会有新基金上市。

图7.3中同时给出了1961至1986年间在每年年初上市的股票基金的个数,其中12个年份中有新的基金上市,其他的14年中则没有。可以看出基金的上市存在成批的趋势,大量基金上市的时期基本对应了平均折价水平较低的时期。有新基金上市的12年间,老基金年初的平均折价是6.4%,另14年的平均年初折价则13.64%,两者的差异在1%水平上非常显著。因此新基金发行中的证据与投资者情绪化假设是基本一致的。

7.4.3 折价的变动与小公司的收益率

投资者情绪化理论预测封闭式基金折价变动与某些与基金无关的股票的收益率相关。根据上文的讨论,这些股票可能是一些小股票。个人投资者是封闭式基金和小股票的主要投资者,他们的情绪化变动既会影

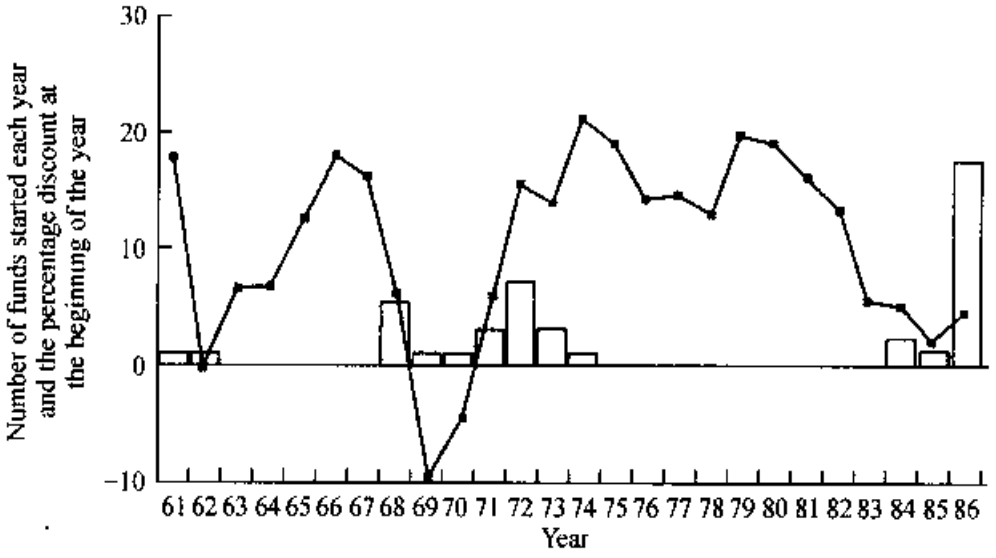


图 7.3　每年年初的封闭式股票基金的个数和股票基金的折价

这张图表示了 1961 年至 1986 年间，每年新发行的封闭式基金的个数以及每年初以价值加权的封闭式股票基金的折价百分比。线图表示的是每年初的折价百分比，条状图表示的是该年新发行的基金的数量。

响封闭式基金，也会影响到小股票。在实证检验中，用加权平均折价的变动值（ΔVWD）表示基金折价的变动，用 NYSE 加权平均指数的收益率表示市场回报率，最后将所有股票按照市值从小到大分成十个档次，第一档对应了 NYSE 中最小的 10% 股票，第十档对应了市值最高的 10% 股票。

表 7.3 给出了十个档次股票的收益率以及市场收益率与 VWD 在时间序列回归结果。在每一文件次的组合中都发现，固定市场收益率不变，该档次股票的收益率和 VWD 的变动之间都存在相关性。第十档次是市值最大的股票，基金折价变小时，该档次股票的业绩表现不佳。对另外九档的股票，折价变小时股价则上升。这一结果与先前的预测相符：个人投资者对封闭式基金和小盘股的前景乐观时，小盘股价格上涨，基金的折价下降；个人投资者对封闭式基金和小盘股的前景悲观时，小盘股表现不佳，基金的折价变大。这与未实现资本利得税赋理论的解释相矛盾。

以第一文件次的股票组合为例，折价指数每下跌 1 个百分点，该组合的月收益率上升 0.67 个百分点。在研究期间内，折价指数变动绝对数的中值为 1.40，也就是说，在典型的一个月中，第一档次股票的收益率将变

动0.94%(1.40×0.67)。研究期间第一档次股票中实际月收益率绝对值的中数为3.91%,因此小盘股月收益中约有24%的部分可以归结为基金折价的变动。对第二档次到第九档次的股票也存在相同效应,但是比较弱。第十文件次大盘股组合的效应相反,同时也比较小,总收益中只有约5%可以用折价的变动来解释。

表7.3 各文件组合收益、市场收益和封闭式基金折价变动间的时间序列关系

档 位	截 距	ΔVWD	VWNY	调整后的 R^2
1(市值最小)	0.006 2	-0.067 (-4.09)	1.238 (18.06)	58.7
2	0.004 2	-0.000 49 (-4.83)	1.217 (23.66)	70.3
3	0.003 6	-0.003 9 (-4.20)	1.202 (26.09)	74.0
4	0.003 3	-0.003 8 (-5.07)	1.163 (30.64)	79.7
5	0.002 7	-0.002 9 (-4.12)	1.148 (32.90)	81.8
6	0.002 4	-0.002 8 (-4.65)	1.124 (37.08)	85.1
7	0.001 3	-0.001 5 (-3.03)	1.134 (45.30)	89.4
8	0.001 5	-0.001 5 (-3.45)	1.088 (51.32)	91.5
9	0.000 3	-0.001 0 (-3.14)	1.057 (66.93)	94.8
10(市值最大)	-0.000 5	-0.0010 (3.84)	0.99 (71.3)	95.4
1-10	0.006 7	-0.007 7 (-4.93)	0.319 (4.05)	13.5

ΔVWD 的系数同组合规模之间呈现单向关系。第一档次股票因个人的持有比例最高，他们与封闭式基金的同向变动关系最明显。市值较大股票的个人投资者持股比例较低，与封闭式基金的同向变动较弱。第十档次股票的市值最大，机构投资者持股比例超过 50%，其价格变动方向似乎同折价变动方向相反。这就证实了前面的假设，即在美国个人投资者的情绪化对小盘股和封闭式基金的价格尤其重要。

但是上述证据忽略了由于封闭式基金投资于小盘股造成的相关性。如果封闭式基金确实投资主要集中于交易稀少的小盘股，用来计算净资产价值的股票价格资料会非常陈旧，而封闭式基金的价格则相对较新。小盘股走强时，封闭式基金应当相应升值，但由于某些股价陈旧，资产净值的上涨不充分。如果封闭式基金在报告资产净值变动时比较迟缓，报告出的资产净值资料也会比较陈旧，这种情况下若小盘股走强，其实际价格相对于其在基金中的资产净值上升，基金的折价就会变小。因此表7.3中的发现也可以用资产净值估计不准确来解释。

事实上，有很多证据表明封闭式基金并不投资于小盘股。以 TRICON 基金为例，表 7.4 给出了 1965 至 1985 年间每 5 年中 TRICON 投资于十个档次股票的比重。表中显示，TRICON 主要持股于市值最大的两个档次的股票，这部分股份加上短期债券和现金等价物共占到了基金股份的 80%。基金收益的 90% 来源于市值最大的五档股票和短期债券。相反，基金投资于市值最小的五档股票的比重不到 4%。市值最大五文件股票的交易量都很大，不会出现因为不交易产生的价格偏差，因此 TRICON 的资产净值不会出现大的偏差。

表 7.4　TRICON 基金的组成

投资组成	1985	1980	1975	1970	1965
第 1 档股票	0.0%	0.0%	0.5%	0.6%	1.5%
第 2 档股票	0.0%	0.4%	0.1%	1.2%	1.0%
第 3 档股票	0.2%	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%

续表

投资组成	1985	1980	1975	1970	1965
第4档股票	0.0%	0.8%	0.4%	0.3%	0.0%
第5档股票	0.2%	2.2%	1.7%	1.6%	1.4%
第6档股票	0.4%	4.4%	1.0%	2.4%	0.0%
第7档股票	5.3%	6.6%	5.0%	3.7%	4.3%
第8档股票	10.0%	10.1%	9.4%	8.5%	13.7%
第9档股票	25.7%	20.7%	12.2%	8.3%	14.7%
第10档股票	46.8%	44.7%	60.7%	61.7%	60.2%
短期证券和现金等价物	10.8%	7.8%	7.4%	10.1%	3.2%
其他	0.7%	2.3%	1.0%	1.6%	0.0%
基金组合总价值	100%	100%	100%	100%	100%

现在用TRICON基金的折价来代替VWD,重新计算TRICON折价与每一档股票的收益率之间的关系,得出表7.5,其结果与表7.3类似。不同的是,可能是因为TRICON的折价中来自特殊风险的部分大于加权平均折价指数VWD的缘故,参数估计更加接近为零。但是TRICON仍然给出了一个反例:TRICON并不包括小盘股,小盘股上涨时,其折价却相应下降。此外,根据TRICON的投资组合规模,它可以算在第八档的股票中,但它与小盘股价格的同趋势运动无法用股本规模来解释。

表7.5 各文件组合收益、市场收益和TRICON基金折价变动间的时间序列关系

档 位	截 距	ΔVWD	VWNY	调整后的 R^2
1(市值最小)	0.0062	-0.0026 (-2.74)	1.263 (17.52)	56.0
2	0.0044	-0.0021 (-2.98)	1.236 (23.11)	68.9
3	0.0039	-0.0017 (-2.70)	1.214 (25.46)	72.9
4	0.0036	-0.0013 (-2.41)	1.174 (29.39)	78.3

续表

档　位	截　距	ΔVWD	VWNY	调整后的 R^2
5	0.003 0	-0.001 1 (-2.40)	1.156 (31.96)	81.0
6	0.002 5	-0.001 4 (-3.41)	1.135 (36.28)	84.6
7	0.001 4	-0.000 9 (-2.76)	1.142 (44.99)	89.4
8	0.001 6	-0.001 0 (-3.54)	1.097 (51.41)	91.7
9	0.000 4	-0.000 7 (-3.21)	1.062 (66.21)	94.8
10(市值最大)	-0.000 6	0.000 5 (2.94)	0.916 (69.80)	95.4
1-10	0.006 9	-0.003 1 (-2.83)	0.347 (4.20)	8.9

7.4.4　折价的变动与个人持股公司的收益率

在检验封闭式基金与股票价格的共同运动时，还可以采用一种更加直接的方法。比如可以直接研究股票的股权结构，然后研究封闭式基金的折价变动与机构持股比例低（个人投资者的持股比例相应较高）的股票价格变动间有什么关系。在上面的研究中，Charles Lee 等已经将股票按照市值大小排序，而且指出小盘股的个人持股比例较高。在直接研究股票的股权结构时，由于只能得到 1980 年以后的股东结构资料，Charles Lee 等用周资料代替月资料进行分析。首先根据每年年初的资本额，将 1981—1990 年间纽约证交所所有上市公司分成十档，然后在每一档中根据机构持股比例的高低分成多、中、少三级。这样一共形成了三十组股票，可以直接观察不同机构持股比例下的收益率。由于股票市值每年会发生变动，每年初需要重新调整文件次和等级的划分。

表 7.6 给出了这些资料的周回归结果。表中清楚地显示出，除了第

表 7.6 1981/1—1990/12 投资组合收益率、市场收益率、封闭式基金折价之间的周时间序列关系

市值档次	机构持股比例	截距	VWNY	t 统计量	ΔVWD	t 统计量	调整后 R^2	机构平均持股比例	ΔVWD 的 F 统计量（原假设：I.=M）
1	低	0.001 05	0.718	16.57	-0.002 06	-2.85	0.350 7	0.99%	0.018
1	中	0.000 31	0.711	17.31	-0.002 33	-3.39	0.371 2	5.05%	(0.892)
1	高	0.000 31	0.671	16.79	-0.002 16	-3.22	0.357 0	16.83%	
2	低	-0.000 44	0.712	20.98	-0.002 49	-4.38	0.465 3	2.73%	1.550
2	中	0.000 21	0.811	25.30	-0.001 66	-3.08	0.558 6	8.60%	(0.214)
2	高	0.000 02	0.802	24.79	-0.001 92	-3.54	0.548 1	23.64%	
3	低	-0.000 01	0.825	26.42	-0.002 28	-4.35	0.579 4	3.64%	1.340
3	中	-0.000 68	0.878	29.28	-0.001 86	-3.71	0.629 0	12.21%	(0.248)
3	高	-0.000 24	0.892	30.84	-0.001 79	-3.70	0.653 1	30.41%	
4	低	-0.000 82	0.808	29.26	-0.002 12	-4.58	0.628 5	4.82%	1.177
4	中	-0.000 70	0.910	34.71	-0.001 99	-4.54	0.704 5	16.82%	(0.279)
4	高	-0.000 06	0.966	33.95	-0.001 64	-3.44	0.695 7	36.06%	
5	低	-0.000 35	0.814	32.09	-0.001 76	-4.15	0.670 7	6.64%	1.123
5	中	-0.000 15	0.899	35.86	-0.001 05	-2.50	0.719 3	21.73%	(0.279)
5	高	-0.000 05	0.968	36.05	0.001 32	-2.93	0.721 0	42.89%	
6	低	0.000 04	0.830	36.78	-0.001 51	-4.00	0.728 4	9.30%	3.264
6	中	0.000 16	0.932	41.63	-0.001 31	-3.49	0.775 1	27.76%	(0.071)
6	高	-0.000 04	0.996	39.97	-0.000 80	-1.92	0.761 9	50.16%	
7	低	-0.000 12	0.838	41.21	-0.001 37	-4.01	0.771 3	10.80%	0.866
7	中	0.000 30	0.997	48.46	-0.000 94	-2.71	0.824 5	32.21%	(0.352)
7	高	-0.000 13	1.095	47.04	-0.000 97	-2.48	0.815 7	53.25%	
8	低	0.000 32	0.870	45.21	-0.001 23	-3.80	0.802 6	15.37%	8.706
8	中	0.000 10	1.054	66.78	-0.000 38	-1.43	0.900 0	38.36%	(0.003)
8	高	0.000 15	1.126	56.89	-0.000 02	-0.05	0.867 9	58.44%	
9	低	0.000 05	0.934	51.72	-0.000 70	-2.31	0.842 9	22.85%	6.946
9	中	0.000 20	1.048	76.11	-0.000 14	-0.61	0.921 5	45.16%	(0.009)
9	高	-0.000 26	1.167	67.28	0.000 35	1.20	0.902 4	62.21%	
10	低	0.000 32	0.963	71.10	-0.000 08	-0.34	0.911 1	28.42%	3.490
10	中	0.000 19	1.117	95.67	0.000 23	1.17	0.949 1	49.46%	(0.062)
10	高	-0.000 26	1.118	78.43	0.000 65	2.74	0.9267	66.50%	

一档中机构持股比例最低的那个组外，在十文件的股票组合中，机构持股比例越低，每组组合的价格变动与基金折价变动的相关性越大。其中，在

第六、八、九、十档的股票中，机构持股比例高的组与机构持股比例低的组之间系数的差异最为显著。如果令原假设为机构持股比例高组与机构持股比例低组的系数相等，将十文件组合作为整体考虑，其 F 统计量的值为 22.70。这个结果与前面的假定基本一致：小盘股和封闭式基金有共同变动趋势，其原因在于它们有着类似的股权结构，即均以个人投资者作为主要投资者。另外，第一档股票中的这个结论不明显，主要是因为在资料取样期间几乎没有机构投资者投资于第一档股票。因此从总体上说，折价变动与个人持股公司收益率的关系可以证明美国封闭式基金的折价反映了个人投资者的情绪化变动。

7.4.5　噪音交易者情绪化的其他证据

除了噪音交易者情绪化理论之外，还出现了一些其他的理论试图解释封闭式基金之谜。但是这些理论都站不住脚，从而反证了情绪化理论的正确性。

1986 年，Chen，Roll 和 Ross 等人提出用“基本风险因素”解释封闭式基金的折价[①]。他们认为，相对于持有基金标定资产投资组合而言，持有基金的风险更大，折价的波动反映了这种额外风险。但这种风险不是噪音交易者风险，而更像是一种基本风险（fundamental risk）。例如，基金折价与小盘股的走势非常相近，这是因为封闭式基金和小盘股都受到了相同的“基本风险”因素的影响。这个观点看上去似乎有点道理，但仔细研究就会发现其漏洞。在上文分析 TRICON 基金的构成时已经表明，TRICON 持有的大盘股占据了其资产的主要部分。如果基本风险中的“基本面”对应的是 TRICON 基金的现金流特征，那么 TRICON 应当和大盘股而不是小盘股间有相同变动的趋势。如此看来，“基本风险”一说无法解释封闭式基金之谜。

Chen 等人的理论中引入了一系列在时间序列回归上对股票市场有影响的经济变量，包括工业产值、债券的风险溢价、利率结构、预期通胀率

① Chen, N., Roll, R., and Ross S., “Economic forces and the stock market”, *Journal of Business* 59, 1986, pp. 383—403.

等。他们认为这些变量就是影响股市的“基本风险要素”。如果基金的折价与这些基本风险要素的值高度相关,就表明基本风险要素可以解释折价,而噪音交易者的情绪化理论就会受到怀疑。Charles Lee 等人在 1991 年的论文中研究了基金加权平均折价指数 VWD 和基本风险要素间的相关性,最终发现折价的变动除了与预期通胀率的变动有很弱的相关性之外,与其他“基本风险要素”均不存在相关性。因此,“基本风险因素”理论正式被否决了。

在其他理论被否定的同时,也有一些证据更好地支持了噪音交易者情绪化理论。Malkiel 在 1977 年的研究中发现,开放式基金(open-end funds)的购买量大于赎回量时,封闭式基金的折价会变小。对此他的解释是,投资者间相似的需求刺激了开放式基金的买入和封闭式基金的升值。Lee 等人 1991 年的研究发现,情绪化发生变动的投资者也就是开放式基金的投资者,并且这些投资者更多的是个人投资者而非机构投资者。Lee 等人的研究结果证实了 Malkiel 的观点。

我们在前面已经指出,个人投资者情绪化理论最重要的证据是基础而上无关的证券存在价格的共同变动现象。封闭式国家基金(country fund)可以认为是这方面最有说服力的证据。国家基金在美国交易,但其持有的资产在美国的证券市场之外交易。例如,美国的国家基金可以持有德国、墨西哥或韩国的证券。1993 年和 1994 年,Bodurtha 等人[①]和 Hardouvelis 等人[②](《什么造成了国家股票基金的折价》)分别提出了惊人的证据,表明美国的国家基金对美国股市的回报率“过度敏感”,也就是说,这些国家基金的收益率中存在一个与美国股市关系紧密而与其标定外国证券无关的成分。举例来说,美国股市上涨时,即使德国的股市并没有上涨,在美国交易的德国基金的价格也会上涨。这种现象几乎不可能用投资者理性模型来解释,但是与投资者的情绪化理论基本一致。因此,这些事实表明与基本面无关的因素影响了收益率,又一次证明投资者情

① Boudreaux, J., Kim, D., and Lee, C. M., “Closed-end country funds and U. S. market sentiment”, *Review of Financial Studies* 8, 1993, pp. 879—918.

② Hardouvelis, G., La Porta, R., and Wizman, T., “What moves the discount on country equity funds”, *The Internationalization of Equity Markets*, Chicago: University Press of Chicago, 1994.

绪化的存在。

7.5　中国证券市场的“封闭式基金之谜”

7.5.1　我国封闭式基金的现状

我国封闭式基金的历史较短。1998 年 3 月 17 日证券投资基金正式启动，同年 4 月 7 日，国泰资产管理公司的第一个封闭式基金——基金金泰在上海证券交易所上市，南方基金管理有限公司的第一个封闭式基金——基金天元在深圳证券交易所上市。截止到 2003 年 4 月底，我国上市的基金个数已达 52 个，其中上海证交所 25 个，深圳证交所 27 个（参见表 7.7、表 7.8）。

表 7.7　上海证券交易所历年上市的基金数

年　份	上市基金数	基金名称
1998	4	基金金泰、基金安信、基金裕阳、基金兴华
1999	7	基金泰和、基金汉盛、基金景阳、基金安顺、基金金鑫、基金裕元、基金兴和
2000	5	基金金元、基金汉兴、基金金鼎、基金汉鼎、基金汉博
2001	7	基金安瑞、基金景业、基金普润、基金兴业、基金通干、基金同德
2002	2	基金科瑞、基金银丰

表 7.8　深圳证券交易所历年上市的基金数

年　份	上市基金数	基金名称
1998	1	基金开元
1999	8	基金普惠、基金同益、基金景宏、基金裕隆、基金普丰、基金天元、基金景博、基金同盛
2000	8	基金景福、基金裕华、基金同智、基金裕泽、基金金盛、基金兴科、基金兴安、基金隆元
2001	8	基金科汇、基金科翔、基金天化、基金普华、基金安久、基金通宝、基金鸿阳、基金鸿飞
2002	2	基金久富、基金久普

与美国相似，我国的封闭式基金也经历了发行初期溢价、随后转为折价且折价随时间波动的过程。目前的 52 只基金全部为折价。图 7.4 显

示了上证所基金金泰、基金汉盛、基金金鼎、基金科讯及基金科瑞自发行日至2003年4月底的折价变动情况。

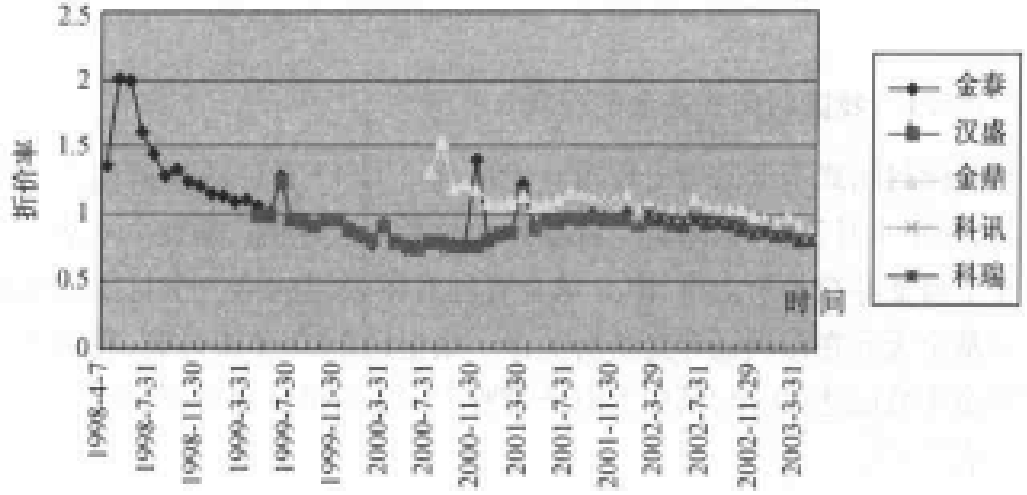


图7.4 上海证券交易所5个基金的折价变动

具体而言，我国的"封闭式基金之谜"现象存在以下特征：

（1）上市初期几乎全部为溢价，上市首周周末平均溢价为20.1%；

（2）不同基金之间上市首周溢价差别很大，最低的仅为3%，最高的达到50%；

（3）随着时间推移，溢价变小，逐渐变为折价交易，平均转化时间为84天。

随着时间推移，折价逐渐减少并趋于稳定，使得整个折价向上有所回升。那么，传统理论和噪音交易者情绪化能否解释我国的"封闭式基金之谜"？它们又分别能在何种程度上解释封闭式基金之谜？我国的"封闭式基金之谜"是否还存在其他的解释？

7.5.2 传统理论与我国的封闭式基金之谜

封闭式基金的传统解释包括代理成本、未实现资本利得税、资产流动性缺陷和投资者对基金管理人业绩预期。

根据我国证券投资基金的有关规定，基金买卖的资本利得免税，基金管理费和交易费按照固定比率每日计提，折价水平相对于净值应当是常数，不会出现折价的变动。这与观察到的现象不一致，因此可以排除资本

利得税和管理成本对折价波动的影响。

关于流动性缺陷解释，我国学者存在不同的看法。薛刚、顾峰、黄培清在“封闭式基金的折价研究”（财经研究）中提出，我国基金资产的流动性风险是造成折价的重要原因。我国《证券投资基金管理暂行办法》规定，同一基金管理公司管理的全部基金持有1家上市公司发行的证券不得超过该证券的10%，但由于我国上市公司中有很大比例的国家股和法人股不能流通，因此一个基金管理公司完全有可能持有某上市公司流通股的30%以上。此外，基金管理人的管理费用按照基金资产净值的一定比例提取，在自身利益的驱动下，基金管理人自然要尽可能地重仓持有一些股票以便于拉抬股价，造成基金资产净值中含有较大的“泡沫”成分。这种情况下，基金资产有较大的流动性风险，能够实现的价值会低于甚至远低于其资产净值，造成了相应的折价。此外，金晓斌、高道德、石建民和刘红忠在“中国封闭式基金折价问题实证研究”中发现基金变现能力取决于投资组合中每只股票的变现能力和权重，据此构造基金重仓股组合变现参数，参数绝对值越高，变现能力越小。研究发现基金重仓股变现能力与基金折价率成负相关关系。

顾娟在“中国封闭式基金贴水问题研究”（金融研究）一文排除了流动性缺陷假说。文章用2000年12月31日各基金投资组合中前五名股票占该股票流通股本的平均比例来衡量基金所持股票的流动性。基金所持前五名股票占该股票流通股本的平均比例越高，可近似认为该基金所持资产的平均流动性越差。实证结果发现折价与资产流动性之间不存在显著相关性，基金所持股票的集中度则和折价有显著相关性。

在业绩预期理论方面，我国学者的认识基本一致。顾娟在“中国封闭式基金贴水问题研究”中推测，基金新推出时，投资者对其不甚了解、盲目操作，造成上市初期的溢价。2000年3月，保险资金作为典型的理性投资者进入基金市场，之后基金普遍转为折价状态。张小蒂、赵祥功在“封闭式基金折价问题研究”（商业研究）中也认为上市初期的溢价是由于投资者对投资品种的不了解和对基金定价的模糊认识造成的。长期投资后，投资者发现基金操作的不规范，开始偏向自己投资，造成折价出现。蒋冠和熊大永在“‘封闭式基金之谜’的理论解释”（新金融）中提出投资

者理念存在变化过程。基金上市初期,投资者与投资普通股票一样热衷博取买卖差价。后期,投资者了解了基金投资的内涵,追捧热情下降,同时理性的机构投资者介入,基金开始折价。然而,业绩预期理论只能解释基金从溢价转向折价的过程,并不能解释折价的波动。

7.5.3 我国封闭式基金与投资者情绪化

我国有学者认为,我国的证券市场在运行体制的完善程度、信息的披露、交易者的素质、市场规模以及立法、执法等方面都与西方成熟市场相差甚远,噪音交易者影响市场的问题更具有普遍性与严重性,投资者持有封闭式基金需要承担更大的噪声交易者风险,因而封闭式基金可能有较大的折价。

然而从目前实证研究的结果看,无法有力证明投资者情绪化是我国"封闭式基金之谜"的主要原因。

张俊生、卢贤义、杨熠在"噪音理论能解释我国封闭式基金折价交易现象吗"一文中提出噪音交易者理论不能解释中国证券市场的基金折价问题。他们的实证结果显示,基金折价之间虽然存在很高的相关性,但折价的变化不具有共动性。各基金的折价与大盘市值的相关性很高,即牛市时折价明显较高,这与 Charles Lee, Andrei Shleifer 和 Richard Thaler 等人的投资者情绪化假设的结果相反。此外,市场周收益率与基金加权平均变化之间存在负的相关性,小公司和中等公司股票的收益与基金的折价不同步运动,基金折价越大,公司股票收益越高,这进一步推翻了投资者情绪化理论在中国的适用性。

蒋冠和熊大永的"'封闭式基金之谜'的理论解释"以及金晓斌、高道德、石建民、刘红忠的"中国封闭式基金折价问题的实证研究"还发现,2000 年 4 月保险公司作为主力机构投资者入市后,基金开始折价交易,且折价水平与大盘走势失去了相关性。这一现象也反驳了投资者情绪化理论对我国封闭式基金的影响。

7.5.4 我国封闭式基金之谜的解释

上述分析并非否定传统理论和投资者情绪化在基金折价中的作用,

而是表明这些理论还不足以解释我国基金的折价与折价的变动。根据国内学者的研究，以下因素也影响了基金折价和折价变动。

投资者的投资偏好。当市场总体走好时，个人投资者偏好于自己进行投资，以期能获得更高的收益，这时对封闭式基金的需求降低而使基金折价或折价进一步扩大。当市场不景气时，投资者会偏好于投资较为平稳的基金，这时对基金的需求上升而使基金溢价或折价缩小。2000 年保险公司入市后成为基金的主要持有人，根据我国现行制度，保险公司不能直接投资股票，即使大盘处于牛市，保险公司也不能抛售基金投资股市，基金折价和大盘走势也就失去了相关性。

机构投资者和基金经理的操纵。在基金持有人机构化的情况下，机构投资者为了业绩的漂亮，往往会拉升基金季末的市价，同时基金经理出于跑赢大盘获提高基金排名等目的也会拉升季末价格，造成折价的变动。张俊、王小军、陶长辉在“封闭式基金季末价格效应的实证分析”中发现基金在季末存在正的超常收益，年末和半年末超常收益异常显著，且近年来此效应总体上升。

分红预期。基金分红越高，其折价越小。由于基金分红一般集中在每年 4 月份左右，1—4 月间易出现溢价或折价减少。

基金的规模大小。金晓斌等在“中国封闭式基金折价问题实证研究”[①]中发现，基金规模与折价率负相关，基金规模越小，折价越低。这是因为小盘基金实值小、易于控盘、资本成本高。

综上所述，我国封闭式基金之谜的形成背景非常复杂。传统理论、投资者的情绪化行为特征以及我国基金市场的特殊性都造就了中国特色的“封闭式基金之谜”。

① 金晓斌、高道德、石建民、刘红忠：“中国封闭式基金折价问题实证研究”，《中国社会科学》，2002 年第 5 期，第 56—60 页。

第八章　追风行为:中国股市的研究

证券市场诞生的近三百年之中,市场中的追风行为和相应产生的市场泡沫现象层出不穷、屡见不鲜。可以说,证券市场中的追风行为以及因此而起的市场泡沫已经成为证券市场的最显著的特征①。

"追风行为"(head behavior)在业界被广泛译为"羊群效应"或"从众行为",民间也称为"一窝蜂",而在我们的研究中引用证券投资中的一句熟语——"追涨杀跌"中的"追"字和"看风使舵"中的"风"字,译成"追风行为"。社会心理学中从众的概念早已由 Shirif(1935)和 Asch(1952)的经典实证所证实,指的是个人的观念与行为由于群体的引导和压力,而向与多数人一致的方向变化的趋势。

早在1930年代,追风行为就已由经济学家凯恩斯提出②。然而,凯恩斯对于人们的追风行为倾向的论述却并未引起后人的重视。1980年代以前,只有为数很少的理论研究人员才会认真考虑投资者心理、社会压力与传染等问题。目前这种状况已经发生了相当大的变化,其中,证券投资决策中的追风行为尤其受到越来越多金融和经济学家的重视③④⑤,并成为行为金融学这一金融研究新学科的重要内容。用追风行为研究证券市场,解释证券市场的异常波动和市场泡沫的形成机制,正成为西方金融

---

① Shiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

② Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.

③ Shiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

④ Thaler, R. (1993), *Advances in Behavioral Finance*, New York: Russell Sage Foundation.

⑤ Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. (1990), Herd Behavior and Investment. *American Economic Review*, Vol. 80(June), pp. 465—79.

理论与证券市场研究的一个新热点①②③④⑤。

追风行为在证券交易中极其普遍,在我国近年不成熟的、过度投机的证券市场中更是尤为多见。譬如,我国股市存在一个独特的现象:交易量与价格之间存在一个稳定的、共涨共落的关系。如上证综合指数周收盘指数与沪市周成交量之间的相关系数1995年为0.715,1996年更是达到了0.823的高相关水平。

这一特定现象反映出我国证券市场的一个特点:即市场上的交易具有明显的单向性,投资者对市场上价格走势的观点认同程度高,或者说投资者之间追风的程度高。这种交易量大价升、量小价落的情况反映了投资者典型的追风行为,广大投资者均具有相当的追风倾向,市场存在普遍性的过度投机(两市平均市盈率P/E)均在40倍以上、平均换手率更是达到了惊人的500%以上、净资产倍率长期高于2.5),其追逐利差的追风行为造成股价波动异常极为明显。虽然价格波动是证券市场正常运行的基础,但过度的价格波动会对市场的健康发展造成损害。高度的投机性和由此所引起的市场泡沫不仅会成为证券市场发展的巨大障碍,而且将使市场失去优化资金配置的功能,从而失去其存在的意义,由此形成的泡沫经济还会影响整个经济和社会的稳定。因此,研究和了解我国证券市场的投资者的追风行为及其成因,对于市场的长期健康发展、有效监管和投资者形成理性投资决策都有着重要的现实意义和实践价值。

---

① Bannerjee, A. V. (1992), A Simple Model of Herd Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 107(3): pp. 797—817.

② Day, R. H. and Huang, W. (1990), 'Bulls, Bears and Market Sheep'. *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 14, pp. 229—329.

③ De Bondt, W. and R. H. Thaler (1996), Financial Decision-Making in Markets and Firms: A Behavioral Perspective, In: *Handbook in Operations Research and Management Science*, North Holland: Elsevier, Vol. 9.

④ Shiller, R. J. (1995), Conversation, Information, and Herd Behavior, *American Economic Review*. May 95, Vol. 85 Issue 2, pp. 181—186.

⑤ Cont-R, Bouchaud-JP. (2000), Herd Behavior and Aggregate Fluctuations in Financial-Markets, *Macro-Economics Dynamics*, Vol 4, Iss 2, pp. 170—196.

8.1 上海证券市场追风行为影响因素研究[①]

8.1.1 研究目标与方法

目前,由于沿用了主流经济理论的框架,对于追风行为的理论研究已经将信息经济学的研究成果较好地融合了进来。当前的研究主要可归纳为以下三种微观模式:

(1) 投资者追风行为是符合最大效用准则的,投资者通过模仿其他人的行为来得到信息。这一模式的研究中比较成功的是序列型追风行为模型[②]。

(2) 投资者是出于声誉的考虑而作出追风的决策[③];

(3) 追风行为是投资者在群体情绪的模仿传染下而形成的[④⑤]。

然而值得指出的是,从研究方法上来说,这些模式中的研究方法仍然局限于理性的逻辑演绎与数理论证,用先验的理论假说和抽象的模型来简单化地规范和说明复杂多变的人类投资决策行为,并没有多侧面、多方位地理解证券投资者追风行为的真实心理及影响因素。

鉴于此,本项研究将通过运用有较高信度和效度的问卷对上海证券市场上的实际投资者(机构与个体)进行调查,以期了解究竟哪些因素对于我国证券投资者的追风行为具有最大的影响,这些因素之间又有怎样的相对重要性。同时,本研究结果也将为对我国证券市场追风行为的后继系列研究提供支持。

---

① 本研究获国家自然科学基金(批准号70103004)和复旦大学文科博士青年科研基金资助,谨致谢忱。

② Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London: Macmillan.

③ Shiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton, NJ: Princeton University Press.

④ Bannerjee, A. V. (1992), A Simple Model of Herd Behavior, *Quarterly Journal of Economics*, 107(3): pp. 797—817.

⑤ Orlean, A. (1989), "Mimetic Contagion and Speculative Bubbles". Theory and Decision, Vol 27, pp. 63—92.

(一) 问卷的编制

在阅读大量相关文献的基础上,通过走访金融及证券投资领域的专家教授和实际证券投资者,进行半结构访谈和无结构访谈,深入了解和分析证券投资者的追风行为的影响因素。被访人员范围较广、层次多样,因此较能全面地反映当前我国证券市场中投资者的现状和其决策所面临的主要因素。

在对访谈结果进行归纳、整理的基础上编写《投资者追风行为影响因素调查表》,并在上海市枣阳路的西安证券公司营业部和申银万国证券公司营业部对部分证券投资者进行了预测试,根据预测试结果删除与研究目的关系不大的项目并对某些项目的表述进行修正,最后得到一个包含43个项目的调查问卷。为了消除被实验者的防御性反应,题目编制采用"投射式提问",即让被实验者对关于"其他人"的做法和想法的陈述做出评定。问卷由两部分构成,第一部分有9道题,是关于被实验者的个人统计基本情况和追风倾向的强度调查;第二部分由34道题构成,是追风行为影响因素的问卷。问卷由被实验者根据个人实际情况和判断做出选择回答。问卷采用Likert五级量表记分法①。

(二) 被实验者

本研究采用现场调查方式进行,调查对象为上海的实际证券投资者。个体投资者根据简单随机抽样方法从上海各大证券公司营业部及部分外省市证券公司驻上海营业部内选取,机构投资者则从《上海证券交易所统计年鉴1998年卷》所列机构中随机抽取。调查时向调查对象说明本次调查的目的和意义,取得他们的配合,待其填写完后收回问卷。这次调查共发放问卷200份,剔除无效问卷,得到有效问卷162份,有效率为81%,基本上达到了本次调查的要求。样本分布见表8.1。

① Likert, R., (1970). A technique for the measurement of attitudes. In: G. F. Summers (ed.), *Attitude Measurement*. Chicago: Rand McNally. pp. 149—158.

表 8.1 调查样本分布(n=162)

项 目	定 义	人数	所占比例(%)	项 目	定 义	人数	所占比例(%)
性 别	男	88	54.3	投资身份	机构投资者	14	17.3
	女	74	45.7		个体投资者	67	82.7
年龄	30 岁以下	24	14.8	教育背景	初中及以下	18	11.1
	30 岁至 45 岁	42	25.9		高中或中专	78	48.1
	46 岁至 60 岁	60	30.9		大专或大学	62	38.3
	60 岁以上	36	22.2		硕士及以上	4	2.5
入市时间	1 年以下	20	12.3	职业	公司职员	46	28.4
	1 年至 2 年	24	14.8		工人及服务业人员	46	28.4
	2 年至 5 年	52	32.1		机关、事业单位人员	36	22.2
	5 年以上	66	40.7		自由职业者	34	21.0

(三) 施测过程

本研究的调查施测根据实际情况以团体和个体两种方式进行,对于个体投资者采用团体与个别调查两种方式进行施测,对于机构投资者则全部采用团体方式施测。调查时间控制在 20 分钟以内。

(四) 调查结果的数据处理

在 IBM-ThinkPad 计算机上,将所有的有效问卷得分用 FoxPro 建立数据库,再利用 SPSS for Windows 8.0 软件包进行基本的统计分析和因素分析。根据初始因素负荷矩阵、斜交因素负荷矩阵、主因素方差贡献、各变量的公因素方差等对主因素的含义进行解释和命名。

8.1.2 研究结果

(一) 信度分析

由于时间的限制和被实验者的流动较大,很难进行重测信度研究,采用 Cronbach α 一致性系数方式对问卷的信度进行检验。α 信度系数为 0.801 6,因此可以认为本量表具有较高的信度。

(二) 效度检验

问卷的因素分析结果表明,各公共因素的方差累积贡献率为 62.31%,显示出问卷具有较高的构思效度。

(三) 项目区分度分析

区分度是问卷能否测量到个别差异的指标。本研究采用项目的公共

因素方差作为评价项目区分度的依据,得出本问卷各项目的公共因素方差(h^2)最低为0.412 2,最高为0.739 3,平均值为0.623 1,说明各项目具有良好的区分度。

(四) 因素分析适当性考察

由问卷所有项目的相关矩阵对因素分析恰当与否进行考察,Bartlett球度检验统计量的值等于937.984,显著性水平为0.000 00,拒绝H。假设(相关矩阵是一个单位矩阵),项目之间彼此相关,因此可以对该量表进行因素分析。取样适当性的KMO度量值MSA为0.816 > 0.80,同样也证明了对问卷的因素分析取样非常合适,可以对其进行因素分析。

(五) 因素的提取与命名

对问卷中各项目得分作因素分析,得到主成分分析提取结果(表8.2和图8.1)和初始因素负荷矩阵。由表8.2可知共抽取特征值大于1的因素6个,它们占总方差的62.31%,能解释项目的大部分差异,因此可以认为这六个因素是构成问卷34个项目的主因素。

表8.2　主成分分析提取结果(Principal Components Analysis)

Factor 因素	Eigenvalue 特征值	Pct of Var 贡献率	Cum Pct 累计贡献率
1	5.783 0	17.01	17.01
2	4.556 2	13.40	30.41
3	3.543 5	10.42	40.83
4	3.140 4	9.24	50.07
5	2.209 1	6.50	56.57
6	1.954 3	5.74	62.31

对初始因素负荷矩阵作Promax斜交旋转,得到斜交因素负荷矩阵(见表8.3)及斜交因素相关阵。由斜交因素相关阵可以看出各主因素之间存在着一定的相关,但各主因素之间关系并不密切,符合关于因素分析的理论标准。重新产生的相关矩阵和矩阵中的残差结果也证明有一半以下(35.6%)的残差其绝对值大于0.05,因此,该因素模型描述问卷的项目是合适的。

根据各主因素的负荷分布情况,每个项目的公因素方差及各主因素所包含的高负荷项目(表8.3)的意义,对六个主因素的含义作出解释并

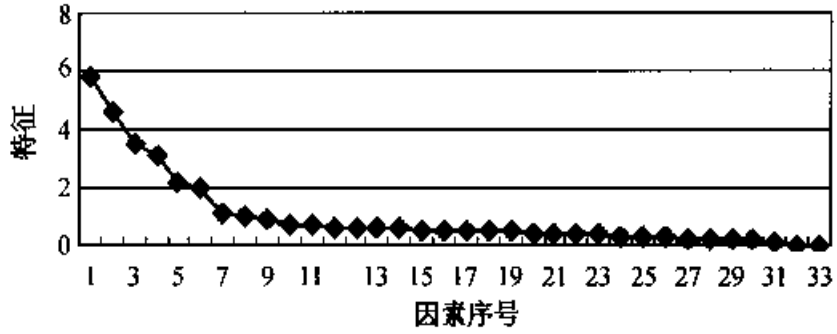


图 8.1 碎石图(Scree Plot)

命名如下:FA1 可以命名为个性特征因素;FA2 可以命名为信息不对称因素;FA3 可以命名为舆论政策因素;FA4 可以命名为信息处理能力因素;FA5 可以命名为赌博心态与求利因素;FA6 可以命名为投资市场主力因素。

表 8.3 斜交因素负荷矩阵(Loading Matrix of Factors Promax Rotation)

项 目	FA1	FA2	FA3	FA4	FA5	FA6
Q16	.76987					
Q18	.73370					
Q32	-.72716					
Q27	.71989					
Q26	.70634					
Q20	.68844					
Q25	.64152					
Q17	.62339					
Q34	.61671					
Q22	.60752					
Q9	-.59536					
Q2		0.83342				
Q24		0.82255				
Q11		0.78365				
Q4		0.75284				
Q13		0.68025				
Q30			-0.84113			
Q8			-0.75246			

续表

项　目	FA1	FA2	FA3	FA4	FA5	FA6
Q5			0.73160			
Q6			0.72198			
Q19			0.65615			
Q33				0.75988		
Q3				0.75061		
Q28				-0.73040		
Q1				0.71994		
Q14				0.71014		
Q7					0.80941	
Q15					0.76992	
Q31					0.74621	
Q23					0.69583	
Q29						0.83447
Q10						0.82209
Q21						-0.71492
Q12						0.60309

注:"项目"指问卷表中的题序,下同。

8.1.3　分析与讨论

通过对问卷中34个项目作因素分析,把影响投资者追风行为的众多方面的内容进行概括和提炼,归结为最能反映问题实质的六个方面,这六个因素在更高的层次上反映了影响投资者追风行为的实质。

(一)个性特征因素

这一因素的含义包括个体情绪感染的敏感性、个体对投资成功的归因、决策的独立性及受他人影响的程度、自我概念等方面的内容。由于其特征值和方差贡献率都远大于其他主因素,因此可以认为它作为第一主因素在解释总体变异的效力方面也远大于其他因素,充分反映了在面临高度不确定性的证券投资决策情景中投资者的个性特征对于他的追风行为倾向的重大影响力。

心理学的大量实验研究已经证实,在面临高度不确定问题和问题的判明是模棱两可的情况时,个体往往表现为知觉与判断更容易受到外界

因素的影响，尤其需要以他人的认知和判断的信息作为决策的“锚定”(anchoring)①。具体到高风险和高收益的证券投资决策中，对外界信息感受性高的个体更容易参照外界的线索和他人的行为来知觉和加工信息。此时，其他人所共同采取的行动和众所公认的判断较易取代投资者的独立判断而影响他的交易决策，于是个体将倾向于采取追风策略。

另外，处于证券投资情景中的投资者也表现出相当大程度的情绪敏感性，这种情绪敏感性使得他们更易于受到他人情绪和行动的感染，做出不适当的投资决策。无怪乎经济学家萨缪尔森(Smuelson, W.)认为：“真实生活中的投资者……经常成为谣言和大众狂热情绪的俘虏。”②

个体对自己以往投资成败的认识也常常影响他的追风行为倾向。心理学研究认为，将以往的成败归因于自身能力的个体与归因于外部原因的个体在信息搜索的坚持性上有较明显的差异。就社会压力和受其他人的影响而言，内部归因的投资者也更坚持自己的主见，轻易不会受到社会压力和他人的影响，态度相对也更为稳定。相应地，这种归因倾向的差别反映在投资者的投资行为上就显示出两类个体之间追风程度的差异。

决策者对自我的感知就是他的自我概念。考茨莱基(Kozielecki, J., 1977)认为，自我概念是一种包括个体对自身能力、动机、情绪成熟度、社会地位与威望在内的信念系统③。个体的行为在某种程度上取决于他的这一自我信念体系。在投资决策中，决策者对备择方案及其结果的感知、评估和选择，都伴随着他对自我能力的评价。如果这种评价较低，决策者会倾向于接受他人的意见和判断，表现为更大可能的盲目追风。相反，如果他对自己的能力评价较高，他将会更倾向于坚持自己的主张和预测，并在此基础上做出独立的投资决策。

（二）信息不对称因素

作为第二主因素被抽取出来，其涵义是指证券交易中存在着很大的

---

① Kahneman, D., P. Slovic, and Tversky, A., (1981), *Judgement under uncertainty-Heuristics and biases*. Cambridge University Press, Cambridge.

② Samuelson, Paul A. and Nordhaus, William D., (1995), *Economics*, 15 th ed. New York: McGraw-Hill.

③ Kozielecki, J. (1977): Psychological Decision Theory. D. Reidel Publishing Company.

"不对称信息"(asymmetric information)。按照诺贝尔经济学奖获得者阿罗(Arrow,K. J. ,1984)的观点,信息是"根据条件概率原则有效地改变概率的任何观察结果"①,它可以减少不确定性。如果人们能够获得全部的有用信息,就可以完全消除风险,保证决策效果的最优。在证券投资交易中,由于证券市场是一个对信息异常敏感的市场,因此,投资者获得准确、及时和有效的信息就意味着可以获得高额利润或者避免重大的经济损失。

但实际情况是信息不对称现象在金融市场上屡见不鲜,许多更有价值的信息并没有在市场上完全公开。在现实市场中,信息的获得需要支付经济成本。经济学家斯蒂格勒(Stigler,G. J.)认为,信息的成本包括时间和"鞋底"(shoe)两部分。前者是指信息搜寻所耗费的时间,后者则是指交通成本和其他查询费用。由于机构投资者拥有资金、技术和人才的规模优势,个体投资者在信息成本的支付上远远不能同机构投资者相比,由此导致的直接后果是机构投资者比个体投资者获得更多的有效信息,个体投资者处于相对不利的地位。在信息不对称的条件下,个体投资者无法也不能够在合理预期的基础上做出独立的决策,而是依赖于市场所提供的信号作为投资的基础。根据 Grossman-Stiglitz Paradox,由信息不对称而产生的逆向选择和败德行为会导致市场在资源配置上失效,市场上的价格可能成为一种虚假的经济信号或"噪声"信息,从而错误地引导投资者的投资方向②。个体投资者为了趋利避险、得到更多的真实经济信号,将可能四处打探庄家的"内幕消息",或是津津乐道于有关跟庄的空穴来风,而这在更大程度上又助长了市场的追风倾向。

(三)舆论与政策因素

就证券交易而言,舆论包括了各种传媒中的信息(包括关于证券市场的直接信息和各种与证券投资相关的间接信息)和股评人士的预测与评价。由于我国证券市场是一个新兴的市场,又处于体制改革和运行机

① Arrow,K. J. ,(1984),The Economics of Information, Basil Blackwell Limited.

② Grossman,S. J. and Stiglitz,J. E. ,(1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets,*The American Economic Review*,June,pp. 393—405.

制的转型期。其中的变数多,不确定性也高。个体投资者普遍缺乏相关的金融投资知识,对操作技巧也掌握得不够充分,因此,股评人士的评价和预测对于个体投资者的决策和行为有着很大的影响力,进而会在一定程度上影响股价的走势。又由于传媒经常作为信息披露和政策导向的载体出现,具有时效性强、覆盖面广和权威性的特点,因此它对投资大众的影响力之大也就不难理解了。

政策因素的涵义指的是由于我国证券市场建立以来,证券监管部门经常用政策或消息刺激行情或抑制股价(如"托市"和"压市"),从而使政策和消息成为影响股市变动和投资者决策的主要因素。同时,政策的突发性和随机性又使投资者产生强烈的短期追风行为,加剧了股价的波动。虽然说股市是国家经济发展的"晴雨表",国家宏观经济政策调控必然会对证券市场的发展产生影响(如受国家"开发西部"的政策导引,沪深两市出现了"西部板块"的交易热点),但值得指出的是政策的频繁变化将增加额外风险,使得投资者由于无法把握股市政策的基本框架和变动态势而增强盲目投机与追风倾向。

(四)信息处理能力因素

这一因素反映了在投资决策中个体的信息加工与处理能力对于其追风倾向的重要性。经济学研究认为,信息是投资决策的前提和基础,信息充分有助于人们做出较好的选择。然而现实中发达的金融市场被公认为是最接近于完全竞争市场条件的市场,在完善的市场条件下市场包含了几乎"无限"的信息量,市场中庞杂而难辨真伪的信息远远超出了投资者对信息加工处理的能力限度。而在信息分析工具相对滞后的情况下,心理因素在个体决策的过程中起着更大的作用。在现实中,完全的信息和很少的信息都是一样的,前者个人没有能力处理,后者则无法作为决策的依据。个体正是由于面对着过多的信息而导致犹豫不决、盲目追风或是甚至放弃了投资计划,类似于心理学家弗洛姆(Fromm,E.)所提出的自由的重负使得个体痛苦地徘徊在每个选择之间,最终选择了逃避自由[①]。

因此,信息的加工与处理能力是影响投资决策追风倾向的核心因素。

① Erich Fromm,(1942),The Fear of Freedom, London:RKP.

个体如何对信息进行有效的选择、过滤、建立决策框架、定义和表征等都对于他的投资决策关系重大,并将直接决定他的投资收益。在这方面,拥有丰富的证券投资知识和具备对市场行情进行分析、预测的能力必然会降低投资者的盲目追风倾向。投资心理分析专家萨扑(Tharp, D. K.)也明确指出,股票市场本来就是一个战场,投资者如果没有一定的专业知识与技巧,就很难在市场中生存。

(五) 赌博心态与求利因素

赌博与求利似乎已经成为人们对于证券交易的一种"集体无意识",一提到证券投资,人们往往把它与投机和赌博联系到一起。新制度经济学家威廉姆森(Williamson, O., 1975)指出,"人性具有两个特点:一是有限理性;一是投机倾向。"杰夫里(Geoffery, P.)也曾不无偏激地指出:人们贪得无厌的赌博欲望是证券市场产生的根源。事实上,证券投资是投资、投机两相宜的行为,两者并无绝对的区别和不同。在投资决策中,赌博心态主要与盲目追风相联系,表现为以运气机遇作为投资决策的前提,完全是抱着搏一把的意向进行决策,在对股市走向的判断和风险预测上自然也就更倾向于盲目追风。

新制度主义经济学家加尔布雷斯(Galbraith, J. K.)在《泡沫的故事——金融投机简史》一书中提出,股市的投机行为完全不可避免,其一就是由于"在狂热信念中发展起来的强大的个人利益冲动"。就证券投资的动机而言,可以说获利是每位投资者最基本和最重要的动机,因此它也是追风投资决策的内在重要影响因素。我国正处于经济结构和社会的转型时期,人们对今后支出的预期相当明确——住房、医疗、个人失业、人力资本投资(子女教育、个人的技能培训)、养老保险等各方面的费用都将大幅上涨,而对收入增长的预期却相当模糊,这使得人们的消费欲望下降,储蓄和投资的欲望上升,加上利率调低后资产的储蓄增值方式已经基本无利可图;同时,受证券市场不可抵挡的获利诱惑和其他先期投资者的获利示范效应与投资增值效应的影响,因此可以预料投资证券市场的人数和资金还将大幅度上升,证券投资在个人资产组合中的地位将越来越重要。

但从我国证券市场交易的现状来看,我国上市公司普遍效益不佳,股

息率偏低，使投资者得不到长期投资应有的回报，市盈率长期居高不下，股价严重高估。比照同期银行储蓄利率，股票市场高估更为明显。而同时二级市场每日股价的变动幅度几乎都大于上市公司每年所派的股息，在这种相对利益机制的驱动下，助长了投资者只重视股价变动所带来的收益，而不重视上市公司的经济效益的倾向，因此，缘于股市波动所产生的机会和风险使得投资者更倾向于追风获利。

（六）投资市场主力因素

这一因素之所以被抽取出来是由于我国证券市场是一个典型的散户市场。个体投资者虽然人数多、总量大，但是其资金极不稳定，不能形成同一个方向的合力，在缺乏更有价值的信息和投资经验的情况下的投资决策带有相当的盲目性。相对而言，机构投资者在资金、信息、人才、设备等方面均占有绝对优势。为了壮大自己、增加市场份额和自身的抗风险能力，机构投资者在市场趋利运作中也以追逐资本利得作为其首选投资策略，反映在投资操作上就是以短期性和投机为特征的不规范运作，始终以市场中小投资者群体为博弈对手，借助各类消息、传闻，发掘各类题材、概念炒作逐利。著名经济学家吴敬琏业已明确指出："我们的股市里，……诈骗、做庄、炒作、操纵股价可说是登峰造极。"[①]这种少量投资机构加大量散户的投资主体结构，必然形成主力操纵市场、大量散户盲目跟风的追风行为，从而导致整个证券市场的股价体系严重紊乱，资源配置功能受到严重阻碍，并会引发股价的剧烈上下波动。

8.2 上海证券投资者追风行为影响因素的个体差异研究

8.2.1 研究目标与方法

在本节中介绍运用有较高信度和效度的问卷，对上海证券市场上实际投资者进行的调查，通过对得到的数据运用因素分析法进行统计处理，

① 吴敬琏：《十年纷纭话股市》，上海远东出版社，2001 年版。

得出6个对于上海证券市场投资者的追风行为具有主要影响的因素,并对这些因素之间的相对重要性有了较为清楚的认识①②。

由于因素分析除了可以将项目表示为主因素的线性组合,从而达到用数量较少的因素概括为数众多的项目的目的;还可以将主因素表述为项目的线性组合,得出样本中每个个体在各个因素上的分数,即因素得分。也就是说,对 *Case k* 第 j 个因素被估计为:

$$F_{jk} = \sum_{i=1}^{P} W_{ji} \times X_{ik}$$

(其中 X_{ik} 是 *case k* 的第 i 个项目的标准化值,W_{ji} 是第 j 个因素对第 i 个项目的因素得分系数。)因此,本文在前述基础上求出主因素的因素得分阵,对各影响投资决策追风倾向因素的因素得分进行不同个体特征的差异检验,以从中得出相应个体特征的投资者在不同追风行为影响因素上的差异。同时,本研究结果也将为我国证券市场追风行为的相关后继系列研究提供支持。

8.2.2　研究结果

8.2.2.1　项目区分度分析

本研究以项目的公共因素方差作为评价项目区分度的依据。项目的公共因素方差(h^2)最低为0.412 2,最高为0.739 3,平均值为0.623 1,说明本问卷的项目具有良好的区分度。

8.2.2.2　因素的提取与命名

对问卷中各项目得分作因素分析,得到主成分分析提取结果(图8.2),共抽取特征值大于1的因素6个,它们占总方差的62.31%,能解释项目的大部分差异,因此可以认为这六个因素是构成问卷34个项目的主因素。总结为6个主因素,即个性特征因素、信息不对称因素、舆论与政策因素、信息处理能力因素、赌博心态与求利因素以及投资市场主力

① 鲁直、阎海峰,(2001),上海证券市场追风行为影响因素研究[J],复旦学报(自然科学版),Vol.40(6):第670—676页。

② Zhi Lu, Huanhuan Shi, Herd Behavior—Phenomenon, Theory Contradiction and Research: Evidence from China, *Journal of Applied Psychology Research*, in review.

因素。

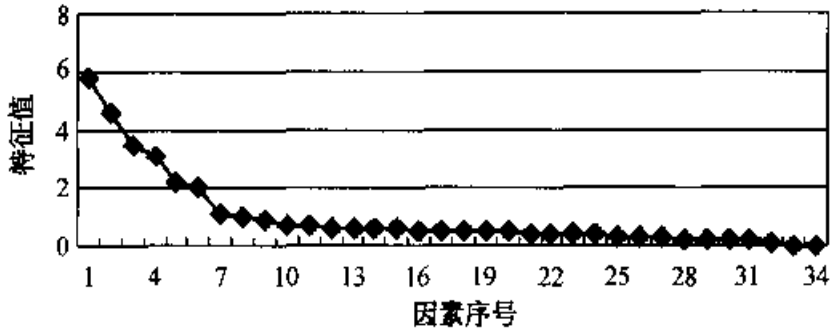


图 8.2 碎石图(Scree Plot)

8.2.2.3 各种不同个体特征的被试在各因素上得分的差异检验

求出主因素的因素得分阵,对各影响投资决策追风倾向因素的因素得分进行不同个体特征的差异检验。

(一) 不同性别的投资者间因素得分的差异检验

对男、女投资者的各主因素得分进行 Levene Statistic 方差齐性检验,检验结果是六个主因素上各组因素得分的方差除因素 FA5 上方差非齐性之外其余均为齐性。对方差齐性的五个主因素的 t 检验表明,男、女投资者在其余五个主因素上差异均不显著(见表 8.4)。

表 8.4 男、女投资者在各因素上因子得分的方差齐性检验与 t 检验

因 素	男		女		Levene Statistic 方差齐性检验	t 值
	$\bar{x}$	S	$\bar{x}$	S		
FA1	.12	1.05	-.14	.93	1.693	1.199
FA2	-.04	1.11	.04	.86	.030	-.360
FA3	-.08	.98	.10	1.03	.386	-.822
FA4	-.17	.96	.20	1.02	.001	-1.638
FA5	-.14	1.19	.17	.70	6.040	-1.401
FA6	.03	1.11	-.03	.87	.742	.263

注:* * * P<0.001; * * *P<0.01; * P<0.05,下同。

(二) 不同年龄投资者间因素得分的差异检验

将投资者按年龄不同分为四组,对不同年龄的投资者在各因素上的因子得分作 Levene Statistic 方差齐性检验,表明在六个因素上,各组因素

得分的差异均为齐性。对各组因子得分进行方差分析(ANOVA)的结果表明(表8.5),四组投资者的因子得分在"个性特征"、"信息不对称"、"赌博心态与求利"因素上存在显著性差异($F=2.417, P<0.05$; $F=3.522, P<0.05$; $F=4.048, P<0.01$)。

表8.5　不同年龄投资者在各因素上因子得分的方差齐性检验与方差分析

因　素	<30	30－45	46－60	>60	Levene Statistic	F值
	$\bar{x}\pm S$	$\bar{x}\pm S$	$\bar{x}\pm S$	$\bar{x}\pm S$	方差齐性检验	
FA1	1.10±4.33	.35±.92	−.11±1.01	−.29±.99	1.158	2.417*
FA2	1.00±.86	−.40±1.43	−.06±.77	.48±.58	1.960	3.522*
FA3	.19±.40	−.18±1.06	.22±.85	−.30±1.20	1.015	1.473
FA4	−.75±.18	−.11±.90	−.02±1.00	.25±1.14	.673	.831
FA5	−2.24±1.14	.10±1.25	.11±.72	−.11±.98	1.565	4.048**
FA6	−.20±3.95	−.05±1.20	.11±.99	−.17±.82	1.105	.388

对四组投资者在上述四个因素上的因子得分进行Duncan多重比较差异检验,结果如表8.6、表8.7、表8.8所示。在个性特征因素上,30岁以下组和46—60岁组及60岁以上组的投资者差异显著。在信息不对称因素上,30岁至45岁组的投资者与其他各组差异显著。在赌博心态和求利因素上,30岁以下组与其他年龄组的投资者差异显著。

表8.6　不同年龄组投资者在FA1因素上得分的Duncan检验

年　龄	0.05显著水平的齐性子集	
	1	2
>60	−.2855	
46－60	−.1088	
30－45	.3473	.3473
<30		1.0980

表8.7　不同年龄组投资者在FA2因素上得分的Duncan检验

年　龄	0.05显著水平的齐性子集	
	1	2
<30	−.4008	
46－60	−.0556	
>60	.4796	
30－45		1.0041

表 8.8 不同年龄组投资者在 FA5 因素上得分的 Duncan 检验

年 龄	0.05 显著水平的齐性子集	
	1	2
<30	-2.236 9	
>60		-.108 9
30 - 45		.100 7
46 - 60		.108 0

（三）入市时间不同的投资者间因素得分的差异检验

仍是先对入市时间不同的投资者在各主因素上的因素得分进行方差齐性检验。在 FA1 因素上因子得分的方差为非齐性，其余五个因素上因素得分方差齐性。对方差齐性的各组投资者因素得分进行方差分析，发现在所有因素上都没有显著差异。如表 8.9 所示。

表 8.9 入市时间不同的投资者因子得分的方差齐性检验与方差分析

因 素	<1	1 - 2	2 - 5	>5	Levene Statistic · 方差齐性检验	F 值
	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$		
FA1	.37 ± .45	.156 ± 1.01	5.29 ± .79	-.21 ± 1.23	4.279 **	
FA2	.24 ± .92	.17 ± .79	.21 ± .67	-.30 ± 1.24	1.039	1.672
FA3	-.08 ± 1.02	.16 ± 1.15	.14 ± .82	-.14 ± 1.09	.185	.512
FA4	4.30 ± .97	0.10 ± .77	.11 ± 1.25	-.13 ± .88	.395	.321
FA5	-.23 ± .98	.50 ± 1.04	-.07 ± .99	-.06 ± .99	.113	1.275
FA6	.02 ± .67	.13 ± .97	-.08 ± .78	.04 ± 1.25	1.672	.118

（四）不同职业的投资者间因素得分的差异检验

将投资者按照职业不同分为四类：① = 公司职员，② = 工人和服务业人员，③ = 机关及事业单位人员，④ = 自由职业者。对四类不同职业的投资者进行各主因素得分的方差齐性检验与方差分析，结果如表 8.10。

Duncan 多重比较检验得出在个性特征因素上职业为工人和服务业人员的投资者与职业为自由职业者的投资者之间差异显著（表 8.11）。

表 8.10　不同职业的投资者因素得分的方差齐性检验与方差分析

因　素	①	②	③	④	Levene Statistic	F 值
	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	方差齐性检验	
FA1	-.42 ±.88	-.02 ±1.14	.10 ±.74	.60 ±.97	1.705	3.716*
FA2	-.09 ±.75	.30 ±.65	-.19 ±.91	-.09 ±1.61	1.855	.996
FA3	-.10 ±1.17	.11 ±.78	-.04 ±.95	.04 ±1.13	.307	.174
FA4	.07 ±.74	-.31 ±1.10	2.37 ±.74	.31 ±1.32	3.221*	
FA5	-.08 ±.81	-.08 ±.81	.29 ±1.11	-.10 ±1.33	1.354	.640
FA6	-.30 ±.84	.06 ±1.13	.15 ±.83	.18 ±1.17	.929	1.049

表 8.11　不同职业的投资者在 FA1 因素上得分的 Duncan 检验

职业	0.05 显著水平的齐性子集	
	1	2
①	-.421 6	
④	-.019 1	-.0191
③	.001 0	.001 0
②		.595 2

（五）不同教育背景的投资者间因素得分的差异检验

在本次调查研究中,我们将投资者依其教育背景的不同区别为四种类别,即 1 = 初中及以下、2 = 高中或中专、3 = 大专或大学以及 4 = 硕士及以上。教育背景不同的投资者其在各因素上得分的方差齐性检验及 ANOVA 结果如下表 8.12。

表 8.12　不同教育背景的投资者因素得分的方差齐性检验与方差分析

因　素	1	2	3	4	Levene Statistic	F 值
	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	$\bar{x} \pm S$	方差齐性检验	
FA1	.26 ±1.33	-.04 ±.97	-.12 ±.89	1.57 ±.10	2.092	3.105*
FA2	.04 ±.83	.16 ±.75	-.22 ±1.29	.20 ±.29	1.636	.898
FA3	.28 ±.83	-.13 ±1.17	.14 ±.69	-.91 ±2.14	2.126	1.183
FA4	-.22 ±.95	.09 ±.76	-.17 ±1.14	1.86 ±1.77	1.915	3.074*
FA5	.59 ±1.77	-.13 ±.93	-.06 ±.73	.76 ±.86	5.866**	
FA6	.03 ±.85	.10 ±1.07	-.01 ±.85	-1.78 ±1.48	.785	2.865*

对方差分析为差异显著的三个因素(个性特征因素,F = 3,105,P < 0.05;信息处理能力因素,F = 3.074,P < 0.05;投资市场主力因素,F =

2.865,P<0.05)进行 Duncan 多重比较检验,结果如表 8.13, 表 8.14,表 8.15。Duncan 多重比较检验结果显示,在上述三个方差检验差异显著的因素(FA1、FA4、FA6)上硕士及以上学历的投资者其因素得分明显差别于其他几种教育背景的投资者。

表 8.13 不同教育背景的投资者在 FA1 因素上得分的 Duncan 检验

教育背景	0.05 显著水平的齐性子集	
	1	2
3	-.121 8	
2	-.044 3	
1	.263 5	
4		1.565 8

表 8.14 不同教育背景的投资者在 FA4 因素上得分的 Duncan 检验

教育背景	0.05 显著水平的齐性子集	
	1	2
1	-.219 9	
3	-.167 3	
2	.088 1	
4		1.864 4

表 8.15 不同教育背景的投资者在 FA6 因素上得分的 Duncan 检验

教育背景	0.05 显著水平的齐性子集	
	1	2
4	-1.786 5	
3		-.012 0 3
1		.025 1 9
2		.095 3 7

(六)不同投资身份的投资者间因素得分的差异检验

按照传统的区分标准可将投资者划分为机构投资者和个体投资者。两者之间因素得分的方差齐性检验和 t 检验结果显示见表 8.16。

表 8.16　机构、个体投资者在各因素上因子得分的方差齐性检验与 t 检验

因　素	机构投资者		个体投资者		Levene Statistic 方差齐性检验	t 值
	$\bar{x}$	S	$\bar{x}$	S		
FA1	.85	1.38	-.47	.73	1.569	2.390*
FA2	.07	.69	.09	.44	.827	-.067
FA3	.13	1.17	-.02	.69	.311	.298
FA4	-.75	1.50	.10	.98	1.634	-1.256
FA5	.72	.41	.15	.85	2.206	1.250
FA6	1.74	1.31	-.10	.68	1.943	3.518**

差异检验表明,机构投资者与个体投资者在六个主因素上的因素得分只在"个性特征"和"投资市场主力"因素上差异显著。

(七) 不同追风倾向的投资者在各因素上的得分的差异检验

根据投资者在回答其在股价呈上涨的势头买进、股价呈下跌的势头卖出的委托交易次数和交易量分别占其全部交易次数和交易量的百分数,对投资者的追风倾向进行衡量。首先根据这两个维度进行分层聚类分析(Hierarchical Cluster Analysis),由组间连接(Between - groups linkage)聚类方法将投资者聚为三类,分别定义为 1 = 弱追风倾向、2 = 中等追风倾向和 3 = 强追风倾向,见表 8.17(因聚类分析的结果冰柱图太大,故此处改用聚类结果的描述统计表来表示)。

对追风倾向不同的投资者在六个主因素上的得分进行差异检验。根据方差齐性检验结果可知,投资者在 FA4 因素上的因素得分为方差非齐性,对其余五个方差齐性的因素得分进行方差分析,结果见表 8.18。

表 8.17　投资者追风倾向强度聚类分析结果表

组　别	次数百分比(%)		交易量百分比(%)	
	$\bar{x}$	S	$\bar{x}$	S
1	22.90	12.33	24.95	13.27
2	43.67	9.64	54.17	5.88
3	71.67	14.58	73.89	14.09
合计	36.01	19.70	41.21	21.08

表 8.18 不同追风倾向的投资者因素得分的方差齐性检验与方差分析

因 素	Levene Statistic 方差齐性检验	F 值
FA1	.509	271
FA2	3.642*	
FA3	2.060	.149
FA4	1.771	3.127*
FA5	.668	1.149
FA6	.506	.800

方差分析的结果显示,各类投资者在因素“信息处理能力”上差异显著($F=3.127, P<0.05$)。对该因素上的因素得分进行 Duncan 多重比较检验,结果如表 8.19。

表 8.19 追风倾向强弱不同的投资者在 FA4 因素上得分的 Duncan 检验

教育背景	0.05 显著水平的齐性子集	
	1	2
3	-.630 2	
2	-.114 3	-.114 3
1		.216 7

Duncan 多重比较检验结果显示,追风倾向强、弱的投资者在因素“信息处理能力”上的差异显著。

8.2.3 分析与讨论

由以上差异检验结果可以发现,投资者在年龄、性别、入市时间、职业、投资身份、教育背景等人口统计特征方面的差异都会影响其在各主因素上因素得分的高低。

(一) 性别

性别的不同对投资者的追风决策影响并不显著,这一结论比较符合本文的研究假设。证券投资决策充满高度的不确定性、动态性和复杂性,在对外界决策信息的搜寻与筛选、决策任务的分析、决策框架的构建和自身决策经验的提取加工的整个过程中,男女投资者都要面对同样的决策情景和决策任务,不存在哪一种性别优于对方的理由。即使从个性特征来讲,投资者之间的差别也更多的是体现在个体差异,而不是性别这一人

口统计变量的区别上,因此可以认为性别差别并不对投资者在各主因素上的得分构成影响。

(二) 年龄

差异检验结果表明,30 岁以下的投资者在"个性特征因素"、"赌博心态和求利因素"上与其他不同年龄组的投资者差异显著。这一结论可以从 30 岁以下的投资者的自身特点来得到说明,就目前我国证券市场的投资者现状来看,30 岁以下的投资者往往接受过良好的专业训练,拥有较为丰富的金融证券知识和投资技能,熟练掌握证券技术分析的各种工具手段,对于各种基本面信息的分析处理也更为全面和系统,因此他们能准确、及时地捕捉市场的动态变化和各种信息,正确地理解各种利多和利空因素,并根据其迅速作出理性的投资决策。相比较年龄较大的投资者而言,他们对自己的能力有更为坚定的信心,对于投资成功或失败也能作出较合理的归因和认识,更多地归因于自身的能力和决策失误,并根据投资结果的反馈对决策框架作出相应的调整和修正。在投资动机方面,他们由于有良好的职业和固定的收入、没有后顾之忧,因此也比其他年龄组的投资者群体更向往成功,表现出较强的追求成功的动机、更强烈的抱负水平和更富有冒险精神。

在"信息不对称"因素上,30 到 45 岁的投资者与其他各年龄组的投资者差异较大可以归因于这样一个事实,即在信息的来源和对信息的处理能力上,他们要弱于 30 岁以下的投资者,而相对比起其他年龄的投资者而言,由于 30 到 45 岁的投资者多是业余进行证券交易,而 46—60 岁和 60 岁以上的投资者中或是因为退休在家或是由于下岗转制的原因(据国家城市经济调查总队的调查结果显示,我国下岗和失业的人员中以 43—54 岁年龄段的人数最多)而专职从事证券交易,显然业余从事证券交易的投资者与这些有着充沛的决策和操作时间的投资者相比,在获得信息的数量上要远远逊色于后者。

(三) 入市时间

在本研究的初始构想中,认为入市时间的不同将会对投资者的决策追风倾向产生一定的影响,但上表所得到的结果表明,这一构想并不成立。联系我国证券市场的实际,可以看到:从证券市场投资者结构来看,

如1997年末,我国证券市场投资者开户数沪深两市合计为3 000万,而到1999年末,这一数字已经猛增到4 482.02万,两年时间中增加了近50%[①],发展速度之快、势头之猛令人吃惊。然而这一数据也揭示了这样一个事实,即为数不少的投资者均没有太多的投资经验和技巧的积累,对于证券投资的相关知识了解甚少,对于上市公司的基本情况、经济效益、发展前景都不太了解,投资基本上都是根据市场走势而进行势头交易、盲目追风操作,这样在投资决策的取向上也就很难产生显著的差异。

(四)职业

差异检验说明在"个性特征因素"上职业为工人和服务业人员的投资者与职业为自由职业者的投资者之间差异显著。对这一结果的理解仍然需要从证券市场的实际情况来寻找答案,在我国证券市场的投资者中自由职业者多是企业主或金融、房产经纪、法律等领域内白领人士。他们大多在个人事业上已经取得了相当大的成功,拥有相当数额的资产,投资量占其收入的比例较小,不必靠证券投资增加目前的收人,因此,他们对于个人的决策能力往往有着较强的信心,对于投资成功也有着较强的渴望,在选择投资获利目标时也更为注重远期目标,而在决策判断与大多数人不相符时更愿意坚持自己的判断,在面对决策风险时更愿意承担较大的风险。相比较来看,工人和服务业人员似乎由于受个人社会地位和资金实力的制约,如所投资本一旦亏损就无法从其他来源弥补,期望靠投资增加现时收人而不是将来收人等,往往表现出与自由投资者差别较大的个性特征,不可避免地,这些差别将相应地影响他们作出的投资决策。

(五)教育背景

ANOVA和Duncan多重比较检验结果显示,硕士及以上学历的投资者在三个因素——"个性特征因素"、"信息处理能力因素"、"投资市场主力因素"上的因素得分都明显差别于其他几种教育背景的投资者。这一结论应该归因于硕士及以上学历投资者在相关信息(如宏观经济形势、上市公司的行业前景、上市公司的经营管理、个股的涨跌历史等)的获

① 上海证券交易所,《上海证券交易所统计年鉴1996—1999卷》,上海人民出版社,1996—1999年版。

取、加工以及相应的投资知识与技能的准备上都普遍优于（我们并不排除个体差异）其他教育背景的投资者，这样，他的信息处理能力将在很大程度上强于其他个体，在投资决策过程中他也将会更多地利用反馈信息来促进自己决策框架的完善，这本身又形成了一个积极的循环，有助于他的信息处理能力的进一步提高和对自我决策能力的积极评价。另外，虽然说一个人学历水平高并不必然保证他的经济收入状况高于学历水平低于他的其他个体，但就统计意义上来看，这两者之间的确存在着较强的正相关关系，而这也相应决定了个体承受风险的能力和盲目冒险的可能性，使得教育背景较占优势的个体更多地表现出稳健和理性的投资决策特征，抗拒主力的种种诱导与圈套，在更大的可能上把握成功获利的机会。

（六）投资身份

平均数差异 t 检验表明，机构投资者与个体投资者在六个主因素上的因素得分只在“个性特征”和“投资市场主力”因素上差异显著。参照前文中关于机构投资者与个体投资者的区别的论述，笔者认为平均数差异 t 检验得出的结果是不言自明的。鉴于获取信息涉及较大数量的不可逆的资本投入，而机构投资者与个体投资者在资金、技术、人才等各方面的实力不可同日而语，因此，机构投资者比起个体投资者来说在投资决策时处于更为有利的竞争地位，反映到双方的个性特征上，也就自然差别迥异。在对于市场走势的把握和风险的承受能力上，机构投资者或是由于自己本身可能就在坐庄操纵、或是由于它的专业人才对市场各方面信息的系统、深入的分析、也抑或是由于其与上市公司的密切关系使得他能获得鲜为人知的内幕消息，因此无疑他对于市场主力动向的了解将比个体投资者处于远为有利的地位。

（七）追风倾向强度

根据投资者的追风倾向的强弱程度不同可以将投资者聚类为三类：追风倾向强、中等和弱。对于这些不同类投资者的因素得分进行的差异检验结果表明，强追风倾向和弱追风倾向的投资者在因素“信息处理能力”上差异显著。拙文业已说明，信息的加工与处理能力是影响投资决策追风倾向的核心因素。如果投资者有着较强的搜集、过滤和加工信息的能力，很显然他将更多地在自己的独立判断的基础上做出投资决策，而

不是人云亦云、盲目追风。但这并不意味着该个体的追风倾向就弱于那些信息处理能力不如他的投资者，出于对自己能力和判断的自信，出于对后市走向的较大把握，该个体可能更多地频繁进场和出场，追逐利差买卖。而出于对自己的分析和预测能力缺乏信心的担心，则信息处理能力较差的个体也可能由于缺乏对重大利空和利多消息的敏感，出现信息钝化现象，作长期投资。因此，这两者之间不是简单的正相关或负相关的关系，需要进行更多的深入研究。

第九章　基于行为金融学的投资策略

行为金融学不仅是对传统金融学理论的革命，也是对传统投资决策范式的挑战。行为金融理论发现人们总是会以一贯的态度偏离理性，这使得基金经理人得以利用这种行为造成的股价反常现象获利。行为金融学把其理论应用于投资交易实践，提出了许多新的投资策略。在本章我们将介绍一些行为金融学的投资策略和以这些策略指导投资的特定的基金的运作方针和方法。

9.1　市场非理性与组合投资策略

9.1.1　反应不足和反应过度

行为金融学的理论假设之一是人类的有限理性，即人们在决策时存在着许多理性之外的情绪，如保守或冲动等。这种非理性来源于人类认知上的局限性。从心理学的角度看，人们在认知上的偏差大致可以分成以下几类。

1. 易获得性偏差（availability heuristic）。人们倾向于把容易联想到的事情误以为会常常发生，无意中高估了这类事件将发生的预期概率（Kahneman and Tversky ，1973）。

2. 代表性偏差（representativeness heuristic）。人们总是倾向于根据传统或类似情况对事件加以分类，在评估事件发生的概率高低时，过度相信历史会重演，忽视了投资对象本身的特征，认为大数定律也适用于小样本（Grether，1980；KT，1973；Tversky and Kahneman ，1974）。

3. 过度自信（overconfidence）。人们自认是掌握了一定信息和一定专业知识的，因此面对投资决策的时候过于相信自己的判断力（Shefrin and Statman ，1994）。

4. 规避模糊（ambiguity aversion）。人们在进行决策的时候会有一种对不确定性的厌恶。他们会倾向于依赖已知的概率分布，避免未知的概

率。例如新的金融产品出现时,投资者因对其不甚了解,往往会要求过高的风险溢价,一段时间后人们对该产品有了一定把握时,相应的风险溢价便会降低(Camerer,1995; Ellsberg ,1961)。

5. 追风行为(herd behavior),追风行为在有些文献上也称羊群效应。投资者在缺乏自我判断能力时,容易受到"群体压力"情绪的影响,出现盲目从众的非理性行为,在证券市场上尤为常见。

以卡尼曼(Kanhenman)为代表的行为金融理论认为,投资者的这些非理性偏差导致他们常常以经验或直觉作为决策依据,反映在金融市场上就是投资者经常出现对消息的反应不足或反应过度。

美国经济学家 Barberis,Shleifer 和 Vishny 认为,保守性、过度乐观和代表性推理是造成反应不足或反应过度的重要原因①。根据心理学家 Griffin 和 Tversky 的研究,人们通常用强度(strength)和权重(weight)两个指标来评价信息②。Griffin 和 Tversky 用推荐信的例子说明了这两个指标的关系:强度指推荐人称赞被推荐人的程度,权重指推荐人本身的声誉以及参考人应当给与推荐人的重视程度。在证券市场上,强度衡量了消息应当导致的股价上升或下降的幅度,权重衡量了该消息的可靠程度。由于投资者的认识偏差,他们往往对消息的强度关注有余,对消息的权重不够重视。例如,如果股票的盈利本身是随机游动,而投资者认为股票的盈利是均值回复的,那么强度低但权重高的消息出现时,投资者的保守性就会发生作用,低估消息的权重,造成对消息的反应不足。相反,如果连续出现正面消息或连续出现负面消息,即消息的强度高但权重低,投资者的代表性推理发生作用,错误地认为某种趋势已经形成,造成反应过度。

Daniel,Shleifer 和 Subrahmanyam 从过度自信和有偏差的自我归因(biased self attribution)的角度解释了反应不足和反应过度③。过度自信

---

① Barberis, Shleifer and Vishny, "A model of investor Sentiment", *Journal of Finance*, 1998, pp. 3077—343.

② Griffin and Tversky, "The weighing of evidence and the determinants of confidence", *Cognitive Psychology*, 1992.

③ Daniel, Shleifer and Subrahmanyam, "Investor psychology and security market under- and overreactions", *Journal of Finance*, December, 1998, pp. 1839—1885.

是大多数人的弱点。人们在需要做出综合判断时，过度自信程度往往较强，此外专家的过度自信程度也高于新手。有偏差的自我归因与人们如何修正自己的信念有关。当披露的信息与投资者的预期一致时，投资者的自信程度会上升；消息与预期不一致时，自信下降的程度却不多。通常情况下人们的过度自信往往会造成反应过度，特别是消息与人们原来的预期一致时。然而，如果随后有一系列的消息表明当前的股价被高估或被低估，人们就会修正原来的信念，但修正过程比较缓慢，造成价格缓慢地向基本价值靠拢。从股票价格的变动看，就出现了短期反应过度、长期反应不足的现象。

9.1.2　行为金融学的交易策略

在行为金融学出现之前，基金普遍采用的投资策略可以分为两种：成长性投资策略和价值性投资策略。

9.1.2.1　传统的基金投资策略

（一）成长型投资策略（growth strategy）

成长型投资策略是投资策略中较典型的一种，指选择基本价值（fundamental）长期呈增长趋势的股票进行投资。其中的投资原理非常简单：对那些一直努力提高业绩的公司来说，其证券价值的增长高于平均增长水平。这个策略比较适合中期投资。

严格要求证券所属公司的收入和销售的增长是持续性的。在筛选投资对象时常用到两个标准：每股收入的增加值和每股销售的增加值。此外在比较两个证券时，还可以考虑 PEG 比率（市盈率 P/E 除以增长率），这个指标衡量了为证券的增长付出的价格。证券的比较范围可以在特定市场、特定行业或特定区域间进行。在进行持续投资时，该策略尤为有效。

成长型投资策略的风险在于，股价上涨时投资者容易陷入错觉，认为这一增长将永远持续，以至愿意为增长支付越来越高的价格，造成股价泡沫。一旦投资对象的收入增长率开始全面下降，股票的价格将会经历一个很长时间的下跌，直至降到基本价值水平。因此成功的成长型投资者必须坚决拒绝为增长付出过高的价格，或者有快速的反应，一看到增长的

减缓就立即抛售股票。

（二）价值型投资策略

价值型投资策略指投资于价格相对于基础价值（fundamentals）被低估的证券。价格往往与受市场欢迎的程度密切相关，股票越引人注目，其价格越高，相对基础价值的偏离越大。而被市场忽略的证券，即使其基础面良好、内在价值高，价格仍会被低估。市场一旦发现这些股票的价值，其价格就会回归。价值投资型策略在股票低估时买入、价格回归时抛出，以此获利。美国投资大师沃伦·巴菲特和本杰明·格雷厄姆都是价值型投资策略的高手。

价值型投资策略在遴选股票时遵循以下标准：市盈率越低越好、股票价格/账面值比越低越好、股利收益率越高越好、价格/销售比越低越好、股利/收入比越高越好、收入/销售比越高越好。

在上述指标的选择中，还可以根据投资者追求的价值类型进行组合。例如，股票的市盈率被低估并不意味着股票的收入高。如果投资者寻找的是高回报股票，则应选择高股利收益和股利/收入比较高的股票。如果更倾向于选择价值低估的股票，则需综合考虑股价/收入比和股价/账面值比。如果需要考虑公司的销售情况，还可以综合价格/销售比、收入/销售比或价格/账面价值等几个指标。

成功的价值型投资者必须拥有两种能力：一个正确评估公司价值的方法和一个钢铁般的神经。真正的价值型投资者善于挖掘公司资产的详细资料，寻找没有被反应在官方资产评估中（每股净资产）的信息。例如投资大师巴菲特认为投资者计算公司价值时不可忽略公司特许经营权的无形价值，如可口可乐公司。另外，无论运用的方法如何正确，价值型投资制胜的关键在于不要理会市场的反对声音。因为大部分时间里，价值型投资者总是与市场步调不一致，在股票不受市场欢迎时买进，在大部分投资者追捧时抛出。一个真正的价值型投资者应当准备长年持有股票，直到市场最终发现它的真正价值。

当然，价值型投资策略并不是在所有市场都能运行良好。当市场担心潜在的坏消息、经济发展趋缓或者投资者狂热追逐强势股时，价值型股票的低迷可能持续好几个月甚至好几年。但投资者的耐心最终会获得回

报，实证研究表明价值型投资的长期回报高于成长型投资策略。

9.1.2.2　革新的投资策略

针对市场的非理性表现，行为金融学在传统交易策略的基础上提出了新的投资策略，主要包括惯性交易策略和反向交易策略。此外，目前市场上还存在另外两种策略——资金成本平均策略和“在灾难中获利”策略，也与行为金融学有着一定的联系。

（一）惯性交易策略（Momentum strategy）

惯性交易策略是针对行为金融学中的“反应不足”现象应运而生的一种投资策略。例如某个利好消息到达市场时，由于投资者的反应不足，股价的上升不充分，消息需要逐步消化，在此过程中股价继续上涨，仿佛出现了上升的“惯性”。惯性交易策略就是对位于上升趋势中的股票进行投资以赚取差价的投资策略。在反应不足中，股价自开始上涨直至达到顶部通常有持续几天的过程，惯性交易者如果在股价出现上涨趋势时购入，虽然价位较高，但是今后几天内能够以更高的价格卖出，仍然可以获利。

惯性交易策略的重点是选择“反应不足”的股票。通常可以通过考察一只股票四方面的特征来判断其是否符合惯性策略：平均回报、历史表现、股价趋势以及惯性变化。其中的“惯性”又称为“动量”，是一种专门研究股价波动的技术分析指标，以分析股价波动的速度为目的，研究股价在波动过程中各种加速、减速、惯性作用以及股价由静到动或由动转静的现象。动量指数的理论基础是价格和供需量的关系，例如股价的涨幅随着时间日渐缩小，变化的速度力量慢慢减缓，表明行情可能出现反转。

符合惯性策略的股票包括：最近一个季度的增长率较高，当前资产增长率较高，盈利持续性好，相对强势高，负债比持续下降，净资产收益率高，市盈率高，处于领先行业等等。

在实际操作中，还可以综合考虑几方面指标。例如，历史趋势和近期的动量强的股票，历史趋势虽然不强但近期正酝酿强的动量进行反弹的股票，一年内平均回报为正且近期动量很强的股票，每年经营业绩都较低但表现一直在持续增长的股票等等，都是适合投资的对象。

选择合适的交易时机也是惯性交易策略成功的关键。通常的最佳时

机是,整个股票市场正从底部开始回升,而交易者选中的个股从上次最高价位下跌至今已经持续6个星期以上但下跌幅度不超过50%、此时正出现向上突破、股价走势形成茶杯状图形的时候。为了减少判断失误带来的损失,惯性交易策略还要采取8%的止损策略,即一旦股价比买入时下跌超过8%,无一例外要抛出。

在实施惯性交易策略必须注意以下事项。

1. 该策略是一个短期策略,风险很高,仅适合有丰富投资经验的投资者。投资者80%的盈利来源于仅20%的交易,而且该策略发生损失的几率约为60%,投资者必须有足够的胆量和自信。

2. 该策略的交易必须发生在市场有明显趋势的情况下。研究表明,股票市场只在15%的时间内有明显趋势,其余85%的时间内没有趋势,在此期间惯性交易策略很难带来收益。此外该策略实施时还可以用一个长期移动平均线(moving average)和两个短期移动平均线作为参考。

3. 该策略必须有严格的风险控制标准。惯性投资并非投资于因投机因素股价被炒高的股票,而是应当投资于价格上涨向基本价值靠拢或者基本面情况将有所改善的股票,不同于一般的技术分析。投资者在买入股票和卖出股票时都必须有严格的尺度。

(二)反向交易策略(contrarian strategy)

反向交易策略是对反应过度和羊群效应等现象实施的策略。某个消息到达市场时,由于人们对信息的过度反应和从众心理,股票价格上升调整过度,超越了其基本价值水平,之后随着人们认知的修正,股价会逐步回调到基本价值。因此,过去盈利的股票将来不会继续盈利,过去损失的股票将来则会反亏为盈。反向交易策略购入目前不受投资者欢迎、近期亏损的股票(old loser),或者卖出目前广受欢迎、近期盈利的股票(winner),以其在未来价格发生逆转时平仓盈利。由于市场存在卖空限制,反向交易策略在运用中多为寻找和买入当前表现不好的股票。

与惯性交易一样,反向交易策略也通过平均回报、历史表现、股价趋势、变化动力四方面的指标来选择股票,但是对股票的指标要求恰好相反。例如,最近一个季度的资产增长率较低、当年资产增长率较低、相对强势低、股价对账面值比(*P/BV*)低、股价对现金流比(*P/CF*)低、市盈率

(*P/E*) 低等,都意味着这是一只有上升潜力的股票。

同样在实践中可以综合几个方面选择股票,如历史趋势和当前动力都为负的股票,历史趋势很强但现在正经历回调的股票,年趋势为下跌、近期动力很强有反弹迹象但价格表现仍然很弱的股票,或年趋势下跌、近期有反弹迹象但价格又一次下跌的股票等。

对一般的投资者来说,有一种寻找反向交易股票的"捷径",即在媒体的新闻评论和报道中寻找明显被过度吹捧或者过度贬低的股票或证券。一旦找到了,就可以按照报道中建议的相反方向进行操作。如果投资专家建议买入,那么就相应卖出,反之亦然。

美国著名投资顾问、福布斯专栏作家 David Dreman 在其《下一代的反向交易策略:逆向操作击败市场》[①]一书中列出了 41 条关于反向投资的规则,其中包括:投资分析师预测失误率往往较高,可利用这一点投资不被看好的股票;正面消息会使过去不受注意的股票价格上升,负面的新闻则会使受追捧的股票价格下跌;如投资量允许,在 20 到 30 个股票之间平均分配投资额,且使这些股票分散在至少 15 个行业以上;政治或金融危机会诱发人们抛售股票,这往往是错误的反应,此时应反向购入等。

在实施惯性交易策略必须注意以下事项:

1. 该策略是一个长期风险小、回报高的交易策略,这是因为由于市场的期望已经很低,股价继续下跌的可能性不大。但在短期内该策略仍具有非常大的风险。

2. 反向交易策略实施时必须对各指标有准确的估计,严格按照交易策略的要求选择股票,不能单纯地因为某些股票价格下跌或持续下跌就购入,必须确保股票是由于投资者过度反应而偏离了应有价格的。

除了上述风险性之外,反向交易策略中往往可以获得比较高的股利回报,这是对股价下跌的一种较好的保护和补偿。

(三) 资金成本平均策略(Dollar-cost Averaging Strategy)

资金成本平均策略要求投资者对一个确定的投资对象持续地、分批

① "Contrarian Investment Strategies: The Next Generation: Beat the Market by Going against the Crowd", Simon & Schuster, 1st edition, 1998.

地投资相同金额,每次投资的间隔时间相等,如一个月。由于投资不是一次性的且每次投资的资金量固定,投资者可以在价格低的时候买入较多股票,在价格高时买入的数量少一些。投资者既不需要考虑市场是处在上升还是下跌趋势中,也不需要担心现在是否是进入市场的最佳时机。这种策略可以减少投资成本、降低风险并增加收益。美国 Santa Clara 大学行为金融学教授 Meir Statman 认为这和投资者的"后悔"心理有关:分批投资可以使投资者避免因一次性投入带来较低收益率而感到后悔。这一投资策略看上去较为简单,但其中也存在一些技巧。

1. 这是一项长期策略,其中每一笔投资都是长期性的,因为资金平均分配的效果只有在足够长的投资期后才会发挥得最好。

2. 投资间隔期的长短也是需要考虑的。通常投资者可以根据自己的收入间隔来确定适合的投资间隔。

(四)"在灾难中获利"投资策略

这种投资策略由芝加哥大学经济学博士 Nassim Nicholas Taleb 提出,其中心思想是"等待灾难降临"。Nassim Nicholas Taleb 曾经组建过一家投资公司,但发现无论采用何种先进的数学模型都不能保证盈利。在目睹了长期资本对冲基金 LTCM(Long-Term Capital Management)的失败后,他逐渐转变了对市场的看法。Talebt 在其畅销作品《被随机性愚弄》①一书中指出,市场本质上是随机的,但随机性通常会伪装成某种非随机性,因此当人们凭运气在股市获利时,他们会归功于自己卓越的投资技巧,误认为发现了某种趋势性。实际上,在股票市场上获利的始终只有少数人,每个人都采用技术分析的结果与每个人都不采用技术分析的结果是相同的,所以任何一种技术分析都是无效的。同时,对于不可预计的突发事件,人们往往将其作为不可能事件看待,但各种危险始终存在且随时爆发,金融市场对此并没有准备。当其他人都自信地认为他们能够通过数学模型或者其他分析工具来把握市场机遇的时候,一个聪明的投资者应当意识到,惟一剩余的盈利机会不是比拼数学和统计模型的先进性,而是

① "Fooled by Randomness: the Hidden Role of Chance in the Markets and in Life", Texere Publishing, October 2001.

将所有赌注都下在灾难的发生上。当所有人都在看涨时，聪明的投资者应当坚决做空，因为这个时候任何投资机会都已被合理定价，剩下的盈利机会只能出现在灾难发生时。

从本质上说，Talebt 的策略类似于“反向交易策略”，即选择与市场上其他大部分投资者相反的交易策略。不同的是，Talebt 构造的投资策略非常奇特。他专门购买深虚值的看跌期权，这种期权只有在股市发生严重崩溃时才能盈利。由于市场上人们都低估了灾难发生的概率，这种看跌期权的价格被严重低估。一旦发生灾难，Talebt 就可以大赚一笔；如果灾难并没有发生，因为期权非常低廉，损失也不会很大。于是 Talebt 成了华尔街惟一等待灾难降临的人。之后不久美国就发生了震惊世界的“9·11”事件，Talebt 的收益如何也就可想而知了。

9.2　行为投资组合理论(Behavioral Portfolio Theory，BPT)

以马科维茨(Markowitz)为代表的现代投资组合理论(MPT)认为，人的行为是理性的，不存在认知上的偏差，对风险有确定不变的态度。投资者在制定投资决策时从证券的收益均值、方差和协方差出发，构造预期收益-方差关系最优的投资组合，实现效用的最大化。然而，行为金融学认为人的行为是非理性的，这一非理性直接影响投资者构造投资组合的策略。行为金融学家 Hersh Shefrin 和 Meir Statman 在风险选择的双因素理论和预期理论的基础上，提出了行为投资组合理论(BPT)[①]，将人们的非理性特征纳入投资组合构造中，更加贴近现实的市场。

9.2.1　行为投资组合理论的基础

行为投资组合理论有两个重要的理论基础：风险选择的双因素理论和预期理论。

---

① Hersh Shefrin, & Meir Statman, “Behavioral Portfolio Theory”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 35, No. 2, June 2000.

1987 年,美国心理学家 Lola Lopes 提出了风险选择的双因素理论[①]。该理论认为,人们在考虑投资决策时,受到两个因素的影响。第一个因素是投资的目标,即保险性(security)或潜力性(potential)。一般来说,风险规避型投资者的目标是保险,风险偏好型投资者目标是潜力。Lopes 认为,每个人的投资目标中都包含了保险性和潜力性两方面,只是偏重程度因人而异。另一个因素是渴望水平(aspiration level)。大部分人都渴望致富,但人们对"富裕"的金钱数量定义不同,渴望水平也不同。渴望水平实际上就是预期理论中提到的参考点。

美国心理学家和经济学家 Kahneman 和 Tversky 在 1979 年提出的预期理论认为,投资者面对证券组合的复杂问题时,通常采用两个步骤把复杂问题转换成几个简单的子问题。

1. 问题的编辑阶段,这决定了问题被分解后的表达形式。

2. 评价和选择最优方案的阶段,其中问题的表达形式会影响到其评价结果。

预期理论在评价阶段采用的效用函数与传统的效用函数有很大不同。

1. 效用函数根据参考点而不是最终的财富水平计算盈利和亏损。

2. 效用函数呈 S 型,在盈利处为凹函数,与投资者的风险厌恶特征一致,在亏损处为凸函数,呈现出风险寻求特征。

3. 投资者为不同的收入来源设立不同的心理账户,每个心理账户有独立于其他账户的效用函数。

9.2.2 行为投资组合的结构

行为投资组合的构造模型描述如下:模型包含两个时刻,当前时刻 1 和未来时刻 2。在当前时刻 1,市场是完全的,现货交易市场中包括一种易腐烂不能保存的商品和若干种证券,证券的收益到时刻 2 时才能确定。时刻 2 的状态不确定,将其按市场繁荣程度标记为有限个状态 $S_1, S_2,$

① Lopes, L. L, "Between Hope and Fear: The Psychology of Risk", *Advances in Experimental Social Psychology*, 1987.

……S_n，S_1 代表市场极度萧条，S_n 代表市场极度繁荣。

每个投资者都有一个初始投资组合，用向量 ω 表示，$\omega(S_i)$ 表示状态 S_i 下的该组合。因为未来的状态已经按照繁荣程度排序，$\omega(S_i)$ 也相应按照收益从低到高排序。

将商品的当前价格定义为 1，证券在时刻 1 时的价格定义为向量 r。投资者在当前时刻 1 的财富水平为两个向量的乘积，即 $W = r \cdot \omega$。r_i 对应未来状态 S_i 下的价格。

根据预期理论，行为投资组合构造的过程分为两个阶段——编辑阶段和评价阶段。

在编辑阶段，投资者把他的财富分成两部分——当前消费部分和证券投资部分。其中证券投资部分又被分成两个层次：市场下降时的保护层（downside protection layer）和市场上升时的潜力层（upside potential layer）。显然，这种组合结构体现了 Lope 描述的保险性/潜力性和渴望水平的作用。投资者也可以把组合分成更多层次。为简单起见，我们以两层模式为例来说明投资组合的构造。

每个投资者的组合由很多证券组成。其中每个证券 Z 有一个收益分布 $[Z_i]$，$[Z_i]$ 表示时刻 2 的 Si 状态下证券 Z 的总收益。假设投资者在其下降保护层购入 λ 单位 Z 证券，这个单独账户的收入分布为 $[C_{iD}]$，其中 $C_{iD} = \lambda \cdot Z_i$。

下面进入第二步评估阶段。根据预期理论，投资者用以下函数评估该账户收益的效用

$$\sum_i p_i v_D(c_{iD} - \alpha_d) \tag{1}$$

其中，p_i 是状态 S_i 发生的概率，V_D 是预期理论应用于下降保护层的效用函数，C_{iD} 是时刻 2 在状态 S_i 下 λ 单位 Z 证券的收入，α_d 是下降保护层用以计算投资收益或损失的参考点。对上升潜力层，相应可以定义 V_U、C_{iU} 和 α_U。

对任何一个层次来说，最自然的参考点是购入证券时的买入价格，盈利或亏损就是当前价格与买入价格的差。但是资产可能有不止一个参考点，模型中的每一层都存在第二个反映了特定投资目标的参考点。下降保护层的目标是当市场发生灾难时可以存活下来，故第二个参考点为零。

相反，上升潜力层的目标是致富，第二个参考点是对应于投资者致富目标的渴望价格。

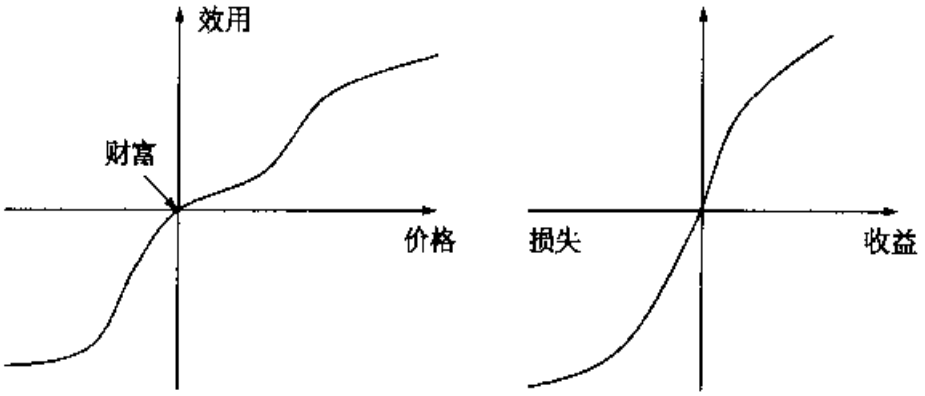


图 9.1 上升潜力层与下降保护层价值函数的形态

下降保护层的价值函数 VD 是标准的 S 形，如上图 9.1 右半部分表示。对上升潜力层，其渴望价格水平高于买入价格，价值函数 V_u 的形状如图 9.1 的左半部分所示。注意到 V_u 由三个部分组成：高于渴望价格水平部分为凹函数，在买入价格和渴望价格水平之间为凸函数，低于购入价格之下又为凸函数。根据预期理论，第一部分和第三部分分别反映了投资者在获得收益时的风险回避和发生亏损时的风险追求。第二部分比较特殊，这种状态相对于购买价格是盈利，相对于渴望价格是亏损。模型假设投资者在这个状态下也表现出风险寻求，但其程度低于在买入价格以下时的风险寻求。

投资者的目标是选择一个最优的投资组合，在消费 C、下降保护层 D 和上升潜力层 U 三个部分上分配财富 W，实现效用最大化。但由于认知上的偏差，投资者忽略了证券间的协方差，只是简单地比较在每一部分上增加 1 单位财富带来的边际效用，然后将这单位财富分配给边际效用最大的那一部分。

分别用 V_c、V_D 和 V_U 表示当前消费、下降保护层和上升潜力层的效用，其中 V_D 和 V_U 的形式根据(1)式得来。投资者的总效用为

$$V = V_C + \gamma_D V_D + \gamma_U V_U \tag{2}$$

其中 γ_D 和 γ_U 反映了未来效用的折现及两个层次间的相对重要性，

也就是保险性和潜力性间的相对重要性，正是这种相对重要性决定了组合的结构。注意到 V_C 的系数为 1，故 γ_D 和 γ_U 的大小决定了投资者的财富在消费、下降保护层和上升潜力层三部分上的分配。其中 γ_D/γ_U 越大，表示投资者认为下降保护层相对于上升潜力层更加重要，在下降保护层上分配的财产越多。

9.2.3　行为投资组合中的证券

确定了每个层次中应当分配的财富数量后，投资者接下来考虑的问题是在每一层应选择多少种证券，选择何种证券以及在每种证券上应当投入多少财富。在下面的讨论中我们会看到，这三个问题是同时被决定的。在此过程中，首先假设投资者不能卖空，也不能进行保证金交易。

投资者的行为投资组合中可包含一系列证券，如股票、债券、基金和衍生工具等。如上文所述，每种证券的收益用 $Z=[z_i]$ 表示，z_i 是时刻 2 时状态 i 下 Z 的总收益。Z 在时刻 1 的价格是两个向量的乘积 $r \cdot Z$。

以上升潜力层为例，假设投资者投资了 1 元钱，他的渴望价格水平是 2 元，也就是说该投资者期望在时刻 1 和时刻 2 之间能够把财富加倍，他会将第一个 1 元钱投资于哪种证券？根据上一小节的假设，投资者忽略了证券间的协方差，因此各证券用价值函数 Vu 评估出的效用可以直接相加。也就是说，如果投资者在某一层中对每个证券 Z_j 投资 λ_j 的量，那么该层的总效用为 $\sum_j E(V_u(\lambda_j Z_j))$。

我们可以设想投资者按照 1 元钱投资带来的期望 V_u 值的高低将所有证券排队，因此投资者的第一个 1 元钱将投资在期望 V_u 值最高的证券上。例如，假定投资者在考虑两种可供放在上升潜力层的证券。证券 1 在某种好状态 $U1$ 下的收益为 4 元，坏状态 $D1$ 下的收益为 0；证券 2 在某种好状态 $U2$ 下的收益为 3 元，坏状态 $D2$ 下的收益为 0。在两种证券上分别投资 1 元钱的期望 V_u 值为

$$EV(\text{证券 1}) = p_{D1} V_u(0-2) + p_{U1} V_u$$

$$EV(\text{证券 2}) = p_{D2} V_u(0-2) + p_{U1} V_u$$

其中 EV 是期望 V_u 价值，p_{D1} 和 p_{D2} 分别是证券 1 和证券 2 出现好状态的概率，p_{U1} 和 p_{U2} 分别是证券 1 和证券 2 出现坏状态的概率。只要 V_u

在高于渴望价格部分的凹性不是很大，而且 p_{U1} 充分大于 p_{U2} 时，就可以保证证券 1 排在证券 2 之前。

假定第一个 1 元钱确实投资在证券 1 上，那么第二个 1 元钱是否还会投资于这个证券？这首先取决于 V_u 函数的形状。V_u 函数在盈利部分的凹性越大，在亏损部分越陡峭且凹性越小，第二个 1 元钱投资于另一个证券的可能性越大。往其他证券上投资的可能性越大，资产配置过程结束后这一层中的证券种类就越多。

交易成本也会影响到该层中的证券个数和投资于各证券的比重。如果交易成本是一个固定部分，则交易成本越高，每一层的证券种类越少。

每一层配置的资金量越多，这一层的证券种类也越多。为了理解这一点，假设有两个投资者，他们的效用函数相同，但投资者 A 比投资者 B 在上升潜力层上配置了更多的资金。他们同时开始选择证券，一直到 B 的资金用完时为止，两个人选择的证券都是相同的，此时 A 的资金还有剩余，可以配置于其他的证券上，也可以继续投资于上升潜力层中已有的证券上。

投资者对收益分布的信念也是影响到该层中的证券个数和证券比重的重要因素。假定某个投资者已经决定了在某一层中如何选择证券，但还没有开始实施。此时他突然得到关于其中一个证券的利好消息。这个消息非常好，投资者立即把这个证券排到了第一位，并且在他向这个证券投资了很多资金后，该证券仍排在第一位，于是原先排在后面的证券就会被替换掉。可见在组合的构造中，有内部消息证券占的比重将上升。注意在这个过程中内部消息产生的效应与该消息的真实性无关。如果投资者相信自己能从小道消息中识别出“好证券”，那么他们的行为与从公司总裁那里得到确切消息后的行为没什么区别。

如果取消不能卖空和也不能用保证金交易的前提假设，对投资者的投资组合构造会产生什么影响？实际上，这个假设淡化了下降保护层和上升潜力层之间的差别，因为所有的证券都是有限责任，每一层在最差时的收益都不可能小于 0。允许卖空证券时，情况就不同了。例如投资者在上升潜力层中卖空，这一层的收益就可能小于 0，他必须用下降保护层中的收入来弥补，此时上升潜力层真正的下限是下降保护层中的资产价

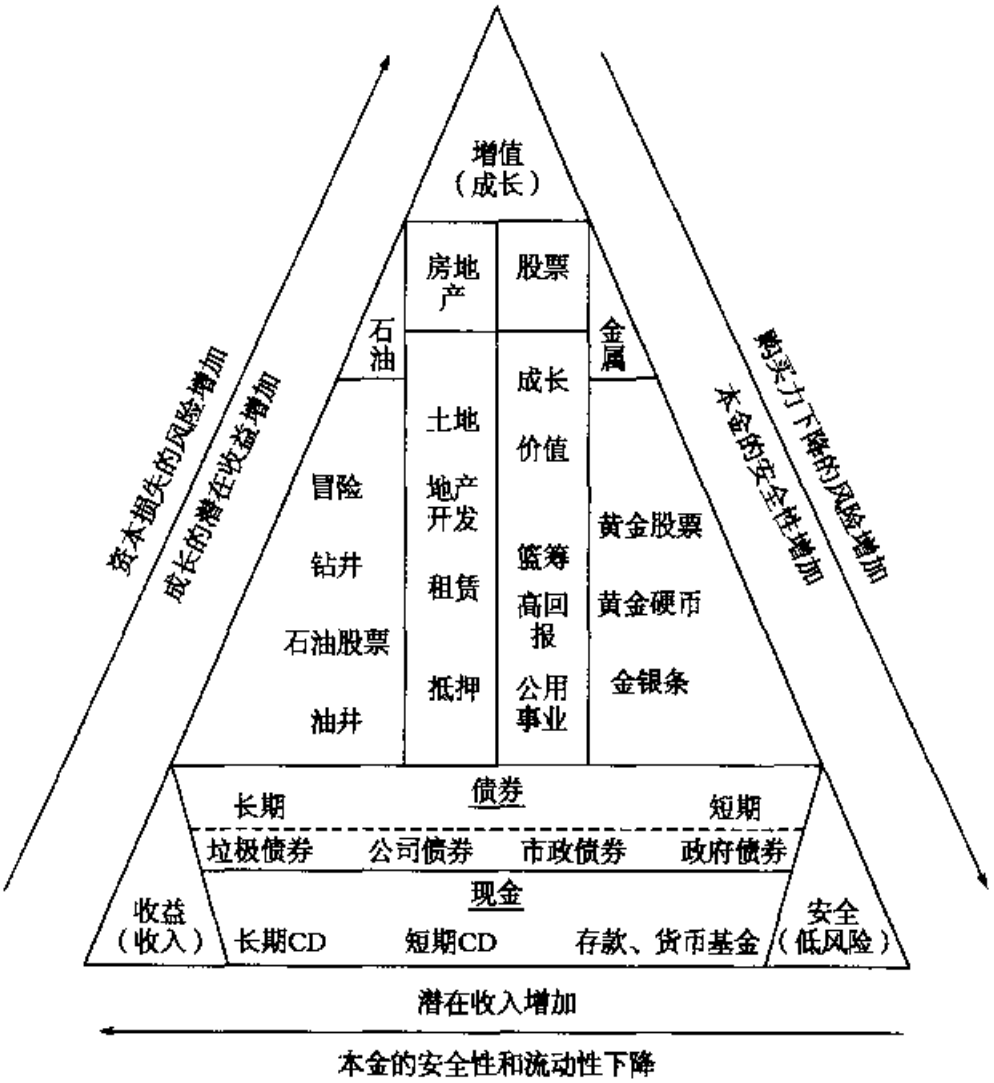


图 9.2　行为投资组合的结构

值。此外，在禁止卖空和保证金交易时，在每一层中分配给“内部”证券的资金越多，该层的证券种类越少。允许卖空和保证金交易时，情况也会发生变化，因为投资于“内部”证券的资金可能全部来源于保证金贷款或卖空“坏”证券的收入，不影响到在其他证券上的投资。

然而，投资者的效用函数和心理账户会限制他们使用卖空和保证金交易。我们可以比较投资者用现金购买证券和用保证金购买证券的情形。用现金购买时，如果价格下降，该证券在投资者的心理账户进入了亏损区。用保证金购买时，证券价格下降不但造成该证券心理账户中的亏

损,还增加了追加保证金的可能性。此时该投资者在其他心理账户中的证券也有可能转入亏损区,因为他有可能被迫变现其他证券来获得现金以补足保证金。如果投资者最终在亏损情况下卖出了部分证券,他的整体效用都会遭到损失。特别是当用保证金购买的证券价格下跌得很厉害,导致其他心理账户中的证券将从盈利变为亏损时,因为价值函数在这段非常陡峭,造成的效用损失就会非常大。为了避免这种情况,投资者在一开始就会不太愿意用保证金交易。

与此类似,投资者也不太愿意卖空。保证金交易对其他证券心理账户的影响有一定的限制范围,因为证券价格至多跌落到0。而卖空证券时的亏损有可能无限,对其他证券心理账户的影响也可能无限大,从这个意义上说,投资者更不愿意卖空。

总的来说,行为投资组合的结构类似由多个独立层次构成的金字塔(图9.2),其中每个层次的构成取决于五个因素。

1. 投资者的目标,对上升潜力层目标越重视,在这一层中的资金比重越大。

2. 每一层的参考点,上升潜力层的参考点越高,这一层中选择的证券越具有投机性。

3. 效用函数的形态,盈利部分的凹性越大,挑选证券时越容易切换到其他的证券,因此每一层的证券种类越多。

4. 内部消息的程度(无论真实与否),投资者越相信自己在某些证券上有信息优势,在这些证券上投资的比重越大。

5. 对亏损的厌恶程度,厌恶程度越高,投资者持有的现金越多,以避免因被迫变现造成的亏损。此外,极度风险厌恶投资者的组合中还会有一些仅仅因为避免亏损而不肯抛出继续持有的证券,因此组合看上去分散化程度很高,但并未得到分散化的好处。

9.2.4 证券选择中的"贴标签"现象

前面的讨论有一个隐含的前提,即投资者在上升潜力层或下降保护层挑选证券时能够对每一个证券进行筛选。事实上,因为认知能力有限,投资者往往用固定模式来简化信息处理,根据证券的名称如"股票"或

“债券”来粗选。给每一层挑选证券时，投资者首先在其中剔除看上去不适合这一层的证券，比如投资者在下降保护层中首先会剔除带有“股票”性质的证券，因为一般说来股票不具备在市场下降时能够保底的性质。

这种将证券先简单分类的做法称为“贴标签”(labeling)。“贴标签”可以简化信息，但也会扭曲信息，误导投资者。比如有以下两组标签，“垃圾债券”和“高收益债券”，“外国证券”和“国内证券”。“垃圾债券”等同于“高收益债券”，但有些投资者在为下降保护层选择债券时，把“高收益债券”放在其中，而把完全相同的“垃圾债券”排除在外。这就是“垃圾债券”的标签起了作用，因为这个词给人的印象不好，人们会低估其实际的收益率。

“外国证券”和“国内证券”的差别不是名称的动听程度，而是投资者对它们的熟悉程度。由于本国投资者更加熟悉本国证券，在构造投资组合时经常会发生“家乡偏好”(home bias)①，即美国的投资者过多地投资于美国股票，日本的投资者过多地投资于日本股票。这是因为，“外国”一词给投资者产生的不熟悉感无形中使投资者高估了证券收益的方差。实证研究表明，根据其组合中本国证券和外国证券的比例，美国投资者把外国证券收益的标准差高估了约1.5至3.5倍。

“外国证券”和“国内证券”在投资者眼中的差异也是风险和不确定性之间的差异。风险的分布是已知的，而不确定性的分布是未知的。投资者对一个证券越熟悉，他认为其收益分布越接近风险而不是不确定性，而人们本质上是厌恶不确定性的。例如赌徒面对两个风险完全相同的游戏时，他更加愿意选择自己熟悉的一个。

9.2.5　证券设计

均方差投资者关心的是证券的均值、方差和协方差，行为投资者关心的是整体收益分布的形状，并且对某些收益分布有特别的偏好。这对金融中介机构和公司的证券设计都有深远的指导意义。

---

① Glassman, D. and L. Riddick, “What is home asset bias and how should it be measured”, University of Washington working paper, 1996.

在证券设计方面,金融中介机构的主要职能是利用公司提供的简单证券,为投资者设计出更加复杂的投资工具。如果需要针对行为投资者设计证券,金融机构就必须考虑该证券针对行为投资者的哪个投资层,哪种收益形状最适合这一层。

上升潜力层证券理想的收益分布是看涨式,并在参考点处发生跳跃,如图9.3所示。在大萧条时期,证券的收入为零;随后收入在购买价格处发生跳跃;之后收入在渴望价格处再次发生跳跃,并随着市场的上升平缓上升。

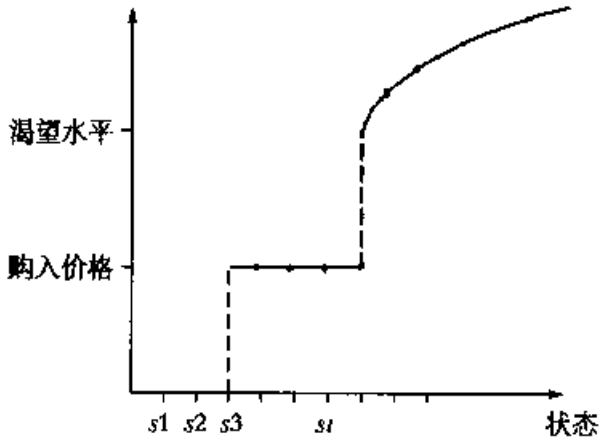


图9.3 上升潜力层证券理想的收益分布

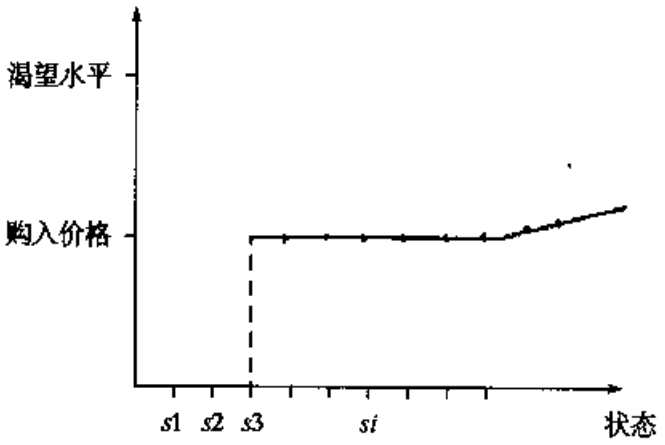


图9.4 下降保护层证券理想的收益分布

下降保护层证券的最佳收入形式如图9.4所示。市场萧条时的收益为0,在购买价格处发生跳跃,然后随市场的上升平缓上升。

此外金融机构必须考虑到，由于投资者在选择证券时存在“贴标签”现象，证券的名称必须完全符合其特征，或者名称一定要达到设计者的目的。

公司在证券设计上的职能主要是提供基本证券——股票和债券，既可供普通投资者选择投资，也可为金融中介机构供应“零配件”。在行为投资组合理论中，公司必须考虑投资者将把债券和股票放在其投资组合的哪个层次中。公司设计出的证券特征越符合投资者的要求，这些证券越受欢迎，公司的价值越大。这就涉及了公司的资本结构和股息政策。

MM 理论认为完善市场上企业价值与其资本结构无关，即公司不需要发行债券，需要杠杆投资的股东可以通过卖空债券自制出杠杆（homemade leverage），需要购买债券的投资者可以从自制杠杆的投资者处购入债券。行为投资组合理论提出了不同的观点。投资者自制杠杆的行为类似用保证金购买股票，股票价格下跌时投资者同样面临“追加保证金”的风险。如果股价下跌得非常厉害，因投资组合中包含了卖出债券，其价值有可能变为负。公司发行债券引入杠杆时，因为股票总是有限责任，投资者不会面临这个问题。可见，因为存在破产机制，公司发行的股票和债券本质上都是有限责任的，公司引入的杠杆要优于投资者的自制杠杆。

传统的资本结构理论认为，由于股东和债权人之间存在代理冲突，公司在发行债券时应当用固定资产作抵押，不适于用类似成长机会的无形资产作抵押。行为投资组合理论强化了这个观点。债券在行为投资组合中通常被放置在下降保护层，以无形资产作抵押的债券因缺少足够的保护，受欢迎程度不高，在下降保护层中的排位非常落后。

在股息政策方面，MM 理论认为完善市场上企业价值与其股息政策无关，需要股息的投资者可以卖出部分股票自制出股息（homemade dividend）。行为投资组合理论也否定了这个观点。投资者都不愿意实现亏损，而自制股息意味着投资者有可能在必须在亏损的情况下卖出股票。公司发放股息可以使投资者避免这种风险，因此有股息的股票更受投资者欢迎。

此外，股息的发放比例也是公司需要考虑的问题。投资者通常把股票的股息放在下降保护层，资本收益放在上升潜力层。公司首先应当保

证股息的发放符合下降保护层的要求，同时又不可发放过度，损害股票在上升潜力层中的地位。因此，现金流变动比较剧烈的公司不适合多发放股息，现金流稳定的公司则可充分获得发放股息的好处。

9.2.6 行为组合理论与均值-方差理论的差别

根据上面的讨论，我们总结一下行为投资组合和均方差投资组合的差异。

（一）卖空和保证金的使用

利用均值-方差理论构造最优投资组合时，会大量用到卖空证券或者利用保证金买卖证券。在行为投资组合中，由于投资者为每个证券设立了独立的心理账户，为了避免一个证券上的亏损“侵犯”到其他证券的心理账户，投资者尽可能避免使用卖空和保证金交易。

（二）组合中股票和债券的比重

根据均方差组合投资理论和资本资产定价模型（CAPM），市场组合是一个均方差有效的组合，所有的投资者只在无风险资产和市场组合间配置财富。投资者的风险厌恶程度越高，在市场组合上的投资比例越低。但无论风险厌恶程度如何，投资组合中的股票与债券价值之比都相同，等于市场组合中股票与债券的价值比。

在行为投资组合中，投资者根据上升潜力层和下降保护层的相对重要程度以及两个层次中的目标参考点来配置资产，其风险承受能力在资产配置中只起到第二位的作用。投资者越看重上升潜力层的目标，相应地在这一层配置更多的资金。根据“贴标签”行为，投资者在上升潜力层配置的多是“股票”类证券，在下降保护层放置的多是“债券”类证券，因此不同投资者的投资组合中股票与债券的价值比重也不同。

（三）家乡偏好

根据均方差组合投资理论，投资者在构造投资组合时只考虑证券的均值、方差和协方差，不考虑本国证券和外国证券的差异，因此投资中不存在“家乡偏好”。

根据行为投资组合理论，投资者的贴标签现象会影响人们对外国证券的收益均值和方差的评判。“外国”一词在投资者看来对应了方差的上

升,结果导致外国股票在组合中的比重下降,造成过度投资于本国证券。随着人们对外国股票越来越了解,"家乡偏好"会逐步降低。

(四) 理想的证券价格分布

行为投资组合理论认为理想的证券价格分布应当类似看涨期权,存在一个底部(floor),即市场极度萧条时,证券的价格至多跌落为0,随着市场的上升,价格在相应的参考点上跳跃上升。市场高于一定水平后,证券的价格缓慢随市场上升。在均方差投资组合理论中无法得出类似结果。

(五) 风险厌恶程度

均方差投资组合理论假定每个投资者都是风险厌恶的,且风险厌恶程度不变,因此均方差理论的投资者不可能出现购买彩票的行为。

行为投资组合理论中,每个投资者在每个层次上的风险厌恶程度可以不同,在一定情况下可能去购买彩票。例如,某个投资者在上升潜力层中的财富分配并不是很多,但其渴望价格水平却非常高,他就会在上升潜力层中加入彩票投资,因为这是惟一一种1元投资有可能产生500万元收益的投资方式。相反,如果投资者在上升潜力层的投资较多且渴望价格水平不是很高,他们可以通过买看涨期权来满足投资目标。

Green 和 Hollifield 在1992年就注意到[①],现实中的金融从业者对卖空和使用保证金持怀疑态度。他们虽然也采用均值-方差最优化的模型,但同时会加上许多限制,保证能尽可能少卖空和使用保证金。此外,投资专家也经常建议进取性较强的投资者可以适当地抬高投资组合中股票对债券的比例。实际上这些投资者已经在均方差理论的旗号下初步构造了行为组合。

9.3　行为金融学基金

随着对人们非理性行为认识的不断深入,行为金融理论在1990年代得到了长足的发展,不少行为金融学家纷纷将其在理论上的研究心得运用到实际的投资决策中,其中最为常见的方式就是建立以行为金融理论

① Green, R. and B. Hollifield, "When will mean-variance efficient portfolios be well diversified", *Journal of Finance*, Vol 47, No.5, 1992, pp.1785—1810.

为指导的投资基金。行为金融理论发现了人们总是以一贯的态度偏离理性,这使得基金经理人得以利用这种行为所造成的股价反常现象获利。例如行为金融大师 Richard Thaler 和 Robert Shiller 都分别建立了自己的基金,并参与日常管理。下面我们介绍国外的一些著名行为金融学基金,而又主要以 Full & Thaler 资产管理公司为例介绍国外行为金融基金的基本运作理念和策略。

9.3.1 Fuller & Thaler 资产管理公司

Fuller & Thaler 资产管理公司 1993 年成立于美国,其发起者是两位行为金融专家 Russell J. Fuller 和 Richard H. Thaler。

Fuller 是 Nebraska 大学的经济学博士,因在行为金融学方面的出色研究获 Graham-Dodd 奖。在创立公司前,Fuller 曾出任过华盛顿州立大学的金融系主任,并在科纳斯投资者服务公司(Connors Investor Services)和协和资产管理公司(Concord Capital Management)工作过。

Richard H. Thaler 是行为金融学的泰斗,目前在芝加哥大学商学院任行为经济学教授,曾在康奈尔大学和麻省理工学院任教。

Fuller & Thaler 资产管理公司由 Fuller 进行日常管理,Thaler 参与公司的战略规划,着重于提升研究和投资进程。公司的投资团队由 6 位具有 CFA 资格的资深投资专家组成。基金管理的总资产目前已超过 15 亿美元,其投资者主要针对养老金计划和高端投资委托人。基金管理人认为,投资人犯下的许多错误似乎源于启发式行为,理解复杂现实问题的心理模型,其中最主要的就是代表性启发式偏差,人们往往以狭义的观念来判断投资。它们的基金投资策略的理论基础是:利用由于行为偏差引起的系统性心理错误,投资者所犯的心理错误导致市场未来获利能力和公司收益预期的改变,并引起这些公司股票的错误定价。因为人类行为模式改变很慢,因而基于行为偏差的过去的市场无效率将很可能持续下去,他的公司可以运用行为金融理论,针对市场的非理性反其道而行之,以求获利。

该公司旗下拥有两个行为金融基金,在纽约证券交易所的代码分别为 UBRLX 和 UBVLX。其中 UBRLX 是美国最早应用行为金融学理论的投资基金。

9.3.1.1　UBRLX 基金策略和绩效

UBRLX 基金创立于 1997 年 12 月 29 日。该基金着重于追求投资资本的成长性，属于中等资本成长型基金，美国晨星投资研究公司(Morningstar)对其的基金风险评级为 3 级。目前该基金的总资产超过 1.5 亿美元，净资产约为 5 600 万美元。基金要求初始投资金额不低于 1 万美元，每次追加投资额不得低于 1 千美元。基金的流动性非常好，转手率高达 97%。参考指标为 Russell 2 500 成长指数。

基金目前的管理者是 Frederick W. Stanske，1996 年加入 Fuller & Thaler 资产管理公司，之前曾在 Farmers Insurance Group 和 Fisher Investments 担任证券分析师达 10 年之久。Stanske 是芝加哥大学 MBA，具有 CFA 资格。

(一) UBRLX 的投资原理

行为金融理论认为人们在投资时常常会表现出短期反应不足，尤其很多分析师对新的正面信息常常不能及时反应和正确评估，导致股价发生偏离，并需要一段时间才能调整到新的合理价位。大多数人没有意识到他们的认知偏差，任凭价格出现偏离而不对投资进行调整。UBRLX 基金的投资原理就是发现和利用这些偏差并获利。大部分传统的投资策略也可以利用这些机会，但需要依赖于内幕消息或者提高信息处理效率来实现盈利。相对竞争激烈的管理人在信息获得和处理效率上的能力提升速度，人的行为模式的改变却相对比较缓慢。这就是行为金融基金 UBRLX 的优势所在。

(二) UBRLX 的投资策略

1. UBRLX 的买入决策如下。

(1) 在所有美国上市的公司中，考虑那些近期收入有显著增加的公司的股票。

(2) 利用专有模型来衡量这些公司的盈利变化是否是长期性的，分析中用到的因素有公司经营收入的增长、毛利的扩展和利润的增长等。

(3) 对基本面和行为进行分析，分析因素包括引起公司收入改善的原因、分析师的行为和对新闻的反应公司管理透露的信号等。

2. UBRLX 的卖出决策如下：

(1) 股价正确地反映了公司实际的收入信息。

（2）随后的信息显示收入的变化是暂时的。

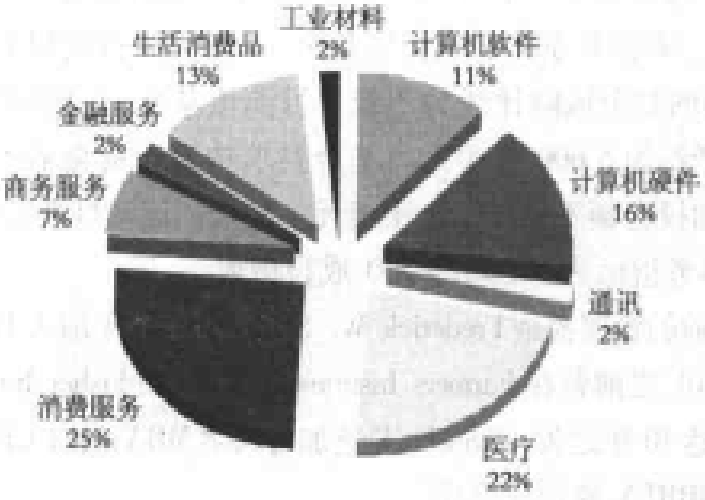


图 9.5 UBRLX 的主要投资方向

资料来源：www. finance. yahoo. com

（三）UBRLX 的特点

作为第一个运用行为金融理论设立的基金，UBRLX 具有独特的投资特点。

（1）采取惯性交易策略，专门寻找因为投资者认知偏差而对新的正面信息反应不足的公司股票。

（2）低相关性。按照其投资策略，基金股票构成与整体市场指数之间相关性很低。

（3）投资组合的集中化与分散化要求。投资集中于 30 到 50 个股票，通常把 65% 的资金投资在成长型的美国国内普通股上，其中每个个股或行业的投资比重不得超过该个股或行业在 S&P500 指数中比重的两倍，每个个股投资比重的上限为 6%。

（4）资金规模有限制。当管理的总资产达到 6.5 亿美元时，将向新投资者关闭。

（四）UBRLX 的历史表现

UBRLX 的价格在 1999 年经历了稳定的上涨，2000 年因受市场影响开始下跌，2001 年和 2002 年在 10—20 美元间徘徊（图 9.6）。但与市场指数 S&P500 相比，UBRLX 的表现比较出色（图 9.7）。1999 和 2000 年

度 UBRLX 的 j 价格变动率明显高于市场，2001 年度曾出现短暂的低迷，2002 年度直至 2003 年 4 月重新恢复到高于市场的水平。

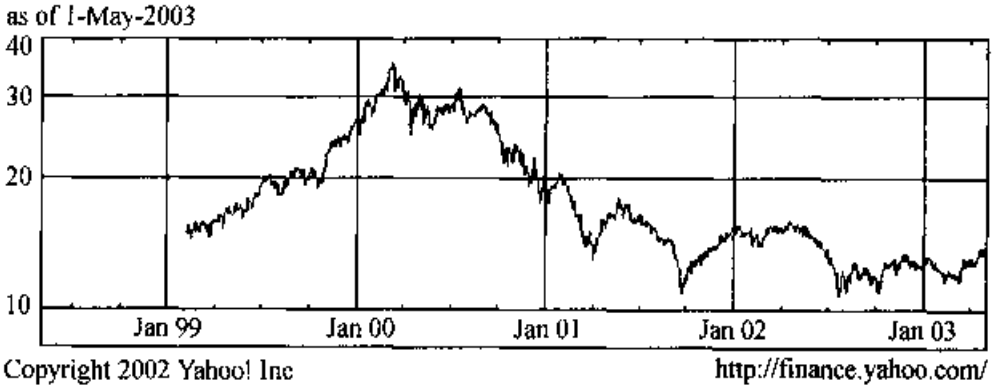


图 9.6　UBRLX1999 年以来的价格走势

资料来源：www. finance. yahoo. com

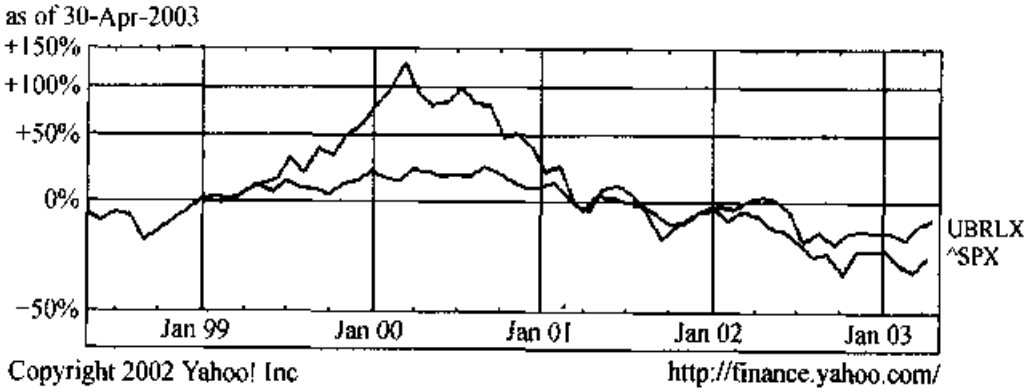


图 9.7　UBRLX 与 S&P500 的价格变动率比较

资料来源：www. finance. yahoo. com

与基准比较基金 Russell 2500 成长指数相比，UBRLX 的形势不容乐观。基金的开端良好，1998 年第四季度的收益高达 34.67%。1999 年的收益率为其历史最高，达到 65.67%，名列同类基金上游。但随后在 2000 年的收益跌到历史最低水平，为 -26.77%，之后一直低于同类型基金的平均水平。

表 9.1 UBRLX 与 Russell 2500 成长指数的业绩比较资料

	1998	1999	2000	2001	2002
UBRLX 的机构投资者	33.20%	65.67%	-26.77%	-22.40%	-17.45%
UBRLX 的个人投资者	16.15%	65.13%	-27.05%	-22.69%	-17.53%
Russell 2500 成长指数	3.10%	55.48%	-16.09%	-10.83%	-29.10%

资料来源:www. finance. yahoo. com

图 9.8 给出了 UBRLX 与 Fuller & Thaler 资产管理公司旗下另一中等资本成长型基金 USRLX 的比较。USRLX 的规模、投资分布、净资产和基准基金都与 UBRLX 相近,但未采用行为金融的投资方法,而是采用了传统的成长型投资策略。从图中可见,UBRLX 的业绩在 2002 年前一直低于 USRLX,但是从 2002 年起好转,并持续优于 USRLX。

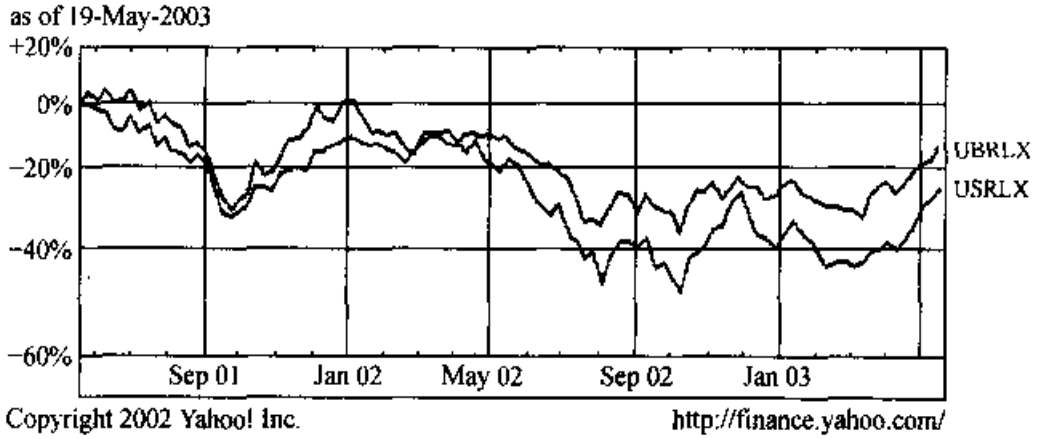


图 9.8 UBRLX 和 USRLX 的价格变动率比较

资料来源:www. undiscoveredmanagers. com

在同等规模的同类基金中,UBRLX 的排名波动较大。表 9.2 是 UBRLX 的收益率在同类中等资产成长型基金的排名状况。由于 UBRLX 的业绩不够稳定,其中期收益率(3 年)的排名最低,只进入了前 60%。UBRLX 在近一年内的收益率排名较高,意味着这一年内的收益有了很大改善。

表 9.2　UBRLX 总收益率在同类基金中的排名

收益率期限	YTD	1 个月	3 个月	6 个月	1 年	3 年	5 年
绝对名次	30	105	30	89	15	306	100
同类基金个数	748	749	749	738	715	514	347
百分比排名	前 4%	前 14%	前 4%	前 12%	前 2%	前 60%	前 29%

资料来源：www. finance. yahoo. com(2003. 5. 19)

注：YTD 为 Year To Date，即本年度到目前为止的收益率。

9. 3. 1. 2　UBVLX 基金

UBVLX 基金成立于 1998 年 12 月 28 日。该基金追求资本增值，属于小资产混合型基金，即介于价值型和增长型之间，晨星公司对其风险评级为 3 级。基金主要投资于普通股，净资产为 2 421 万美元。投资者最初投资额不得低于 1 万美元，每次追加投资额不得低于 1 千美元。基金转手率为 36%，参考指标为 Russell 2000 价值指数。

基金目前的管理者 Brendan S. MacMillan，斯坦福大学 MBA，具有 CFA 资格证书。进入 Fuller & Thaler 资产管理公司前曾任 Insight Capital Management 研究部主席、美国政府的能源政策分析顾问等职。

（一）UBVLX 的投资原理

人们在投资时具有非理性，表现为许多主要投资者经常对负面的消息反应过度，限制了人们对将来可能出现结果的正确评估。市场主要参与者简单地用过去负面的信息预测将来，无视股价恢复的信号，导致股价偏离其应有价值。大多数人都没有意识到他们的偏差，任凭价格发生偏离而不对投资进行调整。行为金融基金 UBVLX 利用人们的行为偏差在市场中寻找反应过度的股票，以此来获利。

（二）UBVLX 的投资策略

1. UBVLX 的买入策略如下。

（1）关注所有美国公开上市公司中市盈率偏低并已经持续较长时间的股票。

（2）利用自有模型判断哪些公司的价值被低估，其中需要分析的因素有公司内部人员是否大量购买股票、是否有导致股票总数下降的股票回购行为等。

(3) 对这些公司进行基本面分析,如负债比、现金流、行业中的相对价值、财务稳定性等。

2. UBVLX 的卖人策略如下。

(1) 有内部消息泄漏并且反应在股价上。

(2) 有内部人抛售。

(3) 公司在行业中的相对价值偏高。

(4) 公司有增发行为。

(三) UBVLX 的特点

(1) 独特的投资形式。资金管理者寻找因投资者对负面消息反应过度造成市盈率低于行业平均水平、或因投资者的其他行为偏差股价有显著下降的公司。

(2) 低相关性。按照其投资策略,基金股票构成与整体市场指数之间相关性很低。

(3) 投资组合的集中化与分散化要求。投资集中于 40 到 50 个股票,其中每个个股或行业的投资比重不得超过该个股或行业在 S & P500 指数中比重的两倍,每个个股投资比重的上限为 6%。

(4) 资金规模有限制。当管理总资产达到 3 亿美元时,向新的投资者关闭。

9.3.2 LSV 资产管理公司

LSV 资产管理公司由 Josef Lakonishok, Andrei Shleifer 和 Robert Vishny 于 1994 年在美国创立,目前共有 7 位投资顾问,管理的总资产达 96 亿美元。

Josef Lakonishok 是康奈尔大学的管理学博士,曾执教于康奈尔大学约翰管理学院,目前伊利诺伊大学管理学院任金融学教授,发表论文 60 余篇。Lakonishok 具有 24 年的丰富投资经验,曾担任欧美各大福利基金的投资顾问。

Andrei Shleifer 是麻省理工学院的经济学博士,目前在哈佛大学经济学系任教授,1989 年获得过美国国家自然科学基金杰出青年学者奖,在行为金融学方面有很多重要研究,发表论文 60 多篇。Shleifer 同时是经

济学期刊(Journal of Economics)的编辑和金融经济学期刊(Journal of Financial Economics)的副主编。

Robert W. Vishny 也是麻省理工学院的经济学博士,目前在芝加哥大学任金融系教授,同时任美国金融协会董事,金融经济学期刊(Journal of Financial Economics)和金融学期刊(Journal of Finance)的副主编,在行为金融方面有诸多研究,发表论文 40 多篇。Vishny 具有 17 年的投资经验,是芝加哥商品交易所和美国晨星投资研究公司的顾问。

LSV 资产管理公司旗下目前有一个行为金融基金——LSVEX。该基金成立于 1999 年 3 月 31 日,追求资本的长期增长,属于中等资产价值型基金,晨星公司对其风险评级为 3 级。基金关注资产总额超过 10 亿美元的美国大中型公司,约 65% 以上的资产投资于其中股价被低估并且在近期有上升趋势的股票,另有少部分资金投资于被低估的小公司、货币市场、现金和股票期权等。基金当前的净资产为 0.85 亿美元,要求初始投资金额不得低于 50 万美元,没有追加投资额限制。转手率为 31.11%。

(一) LSVEX 的投资原理

基金管理者认为,大部分投资者的决策中存在判断偏差和行为弱点,包括:投资者倾向于用很远以前的信息来预测未来价格;不考虑价格因素,错误地把著名的公司当作好的投资目标;忽视统计数据,凭直觉判断公司等等。这些投资者的行为偏差导致某些股票的价格在过去一段时间内偏离基本价值,但是其将来的表现可能会超出市场期望。基金的投资目标就是寻找和投资于这些证券,以求获得超常的长期回报。

(二) LSVEX 的投资策略

LSVEX 投资策略的目标是在控制所有投资组合风险的前提下实现预期收益最大化。基金采用严格的数量分析模型对证券进行定期分析,包括基本面分析(如市盈率)和近期上升空间(如近期股价的上升情况)分析,根据分析结果对证券分级,选择购买级别高的证券,卖出级别下降的证券。

9.3.3　ABN Amro 资产管理公司

ABN AMRO 资产管理公司是荷兰银行下属的基金管理公司,主要为

个人和各类机构(中央银行、养老基金、保险公司和其他机构)提供资产管理,管理总资产达到1 600亿美元,业务范围包括个别委托组合及各类投资基金。ABN AMRO资产管理公司在全球30个地区设有代表处,其欧洲、美国和亚洲的业务中心分别设在阿姆斯特丹/伦敦、芝加哥和香港/新加坡。

ABN AMRO资产管理公司是最早在欧洲和亚洲把行为金融学应用于基金投资的公司。目前旗下有两个行为金融基金:欧洲的ABN Amro,日本的ABN Amro Behavioral Finance Japan,共拥有管理资产180亿欧元。

(一) ABN Amro价值比投资基金(ABN Amro Value Ratio Investment, AAVRI)

AAVRI是ABN Amro资产管理公司在欧洲的开放式行为金融基金,成立于1999年4月6日,在阿姆斯特丹股票交易所上市,总资产为7 400万欧元。该基金关注资本的增长,此外还按规则分发红利。基金投资组合一般包括40个左右的股票,主要投资于荷兰、比利时、法国、德国、瑞士和英国上市的大型公司。参考指标为MSCI-6净收益指数。该指数是由摩根斯坦资本国际公司(Morgan Stanley Capital International,MSCI)编制,用于反映欧洲证券市场成长型股票的交易情况。

AAVRI的投资原理和策略

基金管理人Arjen B. Pasma声称并不遵循成长型或价值型投资策略。相反,他使用自己的动态数学模型寻找一些因为投资者心理或情绪上的因素而不受关注或价值被低估的股票。模型中运用一些市场情绪指标作为选择证券的依据,并随着市场的变化动态调整这些指标的重要性。根据模型判别出的没有投资价值的股票会从组合中剔除。基金从300个领先的欧洲公司中选择股票,其投资质量可得到严格保证。

(二) ABN Amro日本行为金融基金(ABN Amro Behavioral Finance Japan,AABFJ)

AABFJ是ABN AMRO资产管理公司在日本的行为金融基金,成立于2001年2月12日,总资产为110万美元。该基金主要关注资本的增长,此外还按规则分发红利。基金投资组合包括40个左右的股票,投资领域针对300家日本蓝筹股公司。最初投资金额不得低于1 000美元,追加

投资额不得低于500美元。参考指标为MSCI Japan指数，该指数由摩根斯坦里资本国际公司编制，涵盖了日本东京证券交易市场挂牌买卖的296只绩优股，能充分反映日本整体经济的表现。

1. BFJ的投资原理。BFJ主要寻找因为投资者的非理性行为导致价值被低估的股票。荷银基金的投资策略主要依靠一个拥有专利权的电脑程式。基金用这个程式对日本股市进行分析，选择目标股票，其中有四个行为上的参考指标：印象效果（image effects，即一个公司的公众形象蒙蔽了投资者，使他们无法发现其真正的价值）、反应过度、反应不足和过度自信。此外，由于人们的行为不是静态的，如在不同的市场环境下人们过度反应程度不同，模型需要每个月定期调整四个行为因素的相对重要性，即根据过去每个因素的重要性来预测各因素下个时期的重要性，使得模型可以随着投资者心理的改变而相应改变投资方式。根据四个指标将股票排序后，采用一种自底向上的选股方法来选择近期被低估的股票。为了确保模型的调整是针对股市真实的变化而非短期内的白噪音，调整间隔期定为一个月。

2. 形象效应。实际上，反应过度和反应不足基本表现相同。该程式寻找那些因投资者对近期某个消息反应过度而过度抛售某只股票的例子。同样，投资者也可能因为没有认识到某公司强劲的基本面，而抛售该公司股票，令其股价跌至同类股中较弱公司股价所处的水平。在这两种情况下，电脑程式都会试图挑出那些价格便宜的股票。至于“形象效应”问题，该程式对主要的估价比率进行分析，如本益比、价格与账面价值比和价格与现金流量比等，以试图发现那些收益状况稳定但价值似乎被市场低估的公司。

为了衡量投资者是否存在过于自信的心理，荷银基金考察市场分析师的荐股情况。当上调某只股票评级的分析师人数多于下调该股评级的分析师人数时，电脑程式就会立即发出买入的信号。这么做的原因在于，大多数投资者都过于相信自己的能力，因此在对分析师的普遍意见作出反应时，只会慢慢调整其投资组合。通过快速反应，电脑程式可以抢占先机。

然而，尽管荷银基金的投资策略具有理论基础，但选择价值被低估的

股票和跟随分析师的调整并非就是获得诺贝尔奖的科学理论。该基金的表现也反映出了这一点。

虽然起步时大有前途,但该基金自推出以来每年亏损达25%,甚至低于其基准指数,即摩根士丹利资本国际日本指数(MSCI Japan index),后者同期的年亏损为20%。在截止到2002年10月的过去一年中,倚银基金价值缩水34%,摩根士丹利资本国际日本指数则下跌16.5%。日本经济近年来一直处于通货紧缩阶段,其证券市场也一路下滑。受大势影响,AABFJ近年的价格总体呈现下跌趋势,2002年上半年出现短暂反弹,但之后又迅速回落,业绩表现低于基准基金MSCI-Japan。

与此形成反差的是,如果投资者同期避免投资日本经济中最薄弱的类股,而选择购买并持有多个日本家用电器制造商的股票,那么他的投资将仅损失7%(按美元计算)。如果投资者投资日本的出口行业,只购买日本汽车制造商的股票,那么他将能获得9%的投资回报。

9.3.4 行为金融基金的评价

尽管行为金融理论的研究进展越来越引人瞩目,各行为金融基金的业绩之间却表现出不一致性,单个行为金融基金的业绩也有剧烈的变动。这些现象引发了关于行为金融理论的更深层的思考。

Barberis和Thaler曾经指出[①],在有效市场上人们不能打败市场,但这并不是说在一个价格偏离了基本价值的市场上,人们就一定能够击败市场。如果行为金融的投资策略简单易行且非常有效,那么就会出现大量采用惯性交易策略和反向交易策略的交易者,其结果是证券价格的反应不足和反应过度会逐步消失,这两种策略的有效性也相应消失。

事实上,行为金融的理论与行为金融的实践之间还存在很大差距。在取出低息银行存款投入最新的投资热潮之前,投资者应该保持警惕。一个能获得诺贝尔经济学奖的理论,却不一定能转化成一个赚钱的投资产品。

---

① Barberis N. and Thaler R.,"A survey of behavioral finance", NBER working paper 9222, September 2002.

1. 识别出人们的非理性行为并发现其对证券价格的影响是非常困难的。

2. 即使发现某个证券的价格被高估，投资于这个证券也并非一定能获利，如人们可能意识到价格泡沫的存在，但没有人能够准确预言泡沫将何时破灭。

3. 人的非理性行为是动态变化的，这就要求行为金融的投资策略也应不断地演进和修正。

4. 任何人都存在非理性的一面，行为投资策略的实施者也不例外。

5. 行为金融基金的历史较短，其长期投资策略是否有效还有待时间的检验。

在金融市场上没有人也没有任何策略可以一直打败市场并获得超额收益。也许可以说，行为金融投资策略的本质就是“动态的反向操作策略”，即永远采取一种与众不同的策略。即使如此，这种“动态的反向操作策略”也只是投资者获得超额收益的必要而非充分条件：投资者只具备了打败市场的可能，但无法获得打败市场的保障。

9.4　行为金融学及其策略在中国的运用前景

相对地讲，行为金融学的发展历史还不长，而不少金融理论家仍把它看做是金融研究中的边缘学科。有很长一段时间，当行为金融学向占主导地位的市场有效理论提出挑战时，市场有效理论者都认为，行为金融学者只是发现了金融市场中一些特异现象，而非一般规律。只有当越来越多的证据和研究成果，说明这些现象并非个别，而是一般规律时，它就逐渐进入主流。那么，这是从学术的角度去讨论行为金融理论问题，而这样的理论研究对中国的金融，特别是对中国的证券市场的发展有什么意义呢？

我们认为，行为金融学及其策略，对中国证券市场是有一定意义的。

（一）正确认识证券市场行为

在新兴市场中，投资者行为对价格是一个很重要的影响因素。从行为金融学的研究成果来看，投资者行为往往能决定证券价格。在发达的

证券市场上是这样，在一个不发达的中国市场上，恐怕更是这样。在中国的证券市场上，许多人都感受到技术层面的分析远远不能说明市场现象，相反，情绪等因素在市场定价方面常常有更大的作用。但是，我们还未能将这种对情绪和认识的分析上升到量化的高度，因而，还不能准确地测量到这些有重要决定意义的因素，究竟在多大程度上影响到价格和价格发展趋势。

同时，从行为金融学的分析中看到，我们不能像传统的西方金融理论那样，认为证券市场上的交易者，都是理性的，都是风险回避者。因此一看到市场有不理性的行为或现象就非常震惊，甚至自己也不理性了。我国的一些经济学家认为，发达国家的证券市场很完善，投资者都是理性的，因此，证券价格没有或有较少的“泡沫”。而中国的证券市场是一个非理性的市场，或说根本就是一个“赌场。”其实，行为金融学的分析，说明了证券市场在非理性的投资者交易中，很多行为都具有一定的随机性。这种随机性诱使人们追逐超额利润，使证券价格脱离基本价值，这就成为人们所说的“赌”的特性。因此，对于具有这样行为的市场，关键是如何认识它，并管理它，让证券市场为资本筹集服务，为资源的合理配置服务。对证券投资者的行为加以合理的引导，减少市场的过度波动。

因此，不能认为证券市场有过度投机，或有操纵行为，就要“推倒重来”。否则，即使重建中国的证券市场，建起来的依然是存在非理性成分的市场，不可能有其他。面对中国证券市场中投资者所表现出来的跟庄、推崇股评、高换手率等非理性行为和市场非有效的现实，一方面要承认其存在的不可避免性和在现阶段存在的正当性，另一方面加强制度和规制的建设和完善，同时配以策略性的引导和暗示，以避免非理性行为和反应的极端化。

（二）证券市场的发展过程特征

证券市场的发展是一个过程，投资人只能在市场中去学，而不可能是先学好了再进入市场。

有人认为中国的投资者素质很低，因此要先让投资者学习，直到他们具有了相当的金融知识、投资理念后才能建立中国的证券市场。这也不符合行为金融学对证券市场的认识。在市场上投资，就是一个学习的过

程，而且学习的过程是很缓慢的。一部分学得快的人，可能因此而获利，而学得慢的人可能就早早“出局”了。即使是比较理性的投资者，也有可能因为各种各样的原因而“出局”。但是，一些人“出局”，而新的投资者又进来了，市场并不因此而减少投资人。

证券市场中，总有一些投资者要被淘汰，这是市场的一个残酷规律，我们的同情心不能替他们解决问题。但是，我们也要说，证券市场与“赌场”仍是不同的。“赌场”的行为是一个零和交易行为，一个人的输就是另一个人的赢，如果我们不考虑交易成本的话，输和赢是相等的，不会因为赌的行为使钱增加哪怕是一点点。但是，证券市场上的证券，是一种生产要素的投人，证券交易的背后，体现的是生产与流通活动。如果我们排除纯粹的投机行为，可以看到由于生产与流通行为，使证券市场的资金增殖的事实。因此，从某一时点的证券交易行为来看，有非理性的冒险因素，但是，这种冒险完全不同于赌场的行为，它是以预期的收益增长（哪怕是想像的）为基础的。

（三）行为金融学研究为证券市场研究提供了新的思想与方法

国内已有一些研究者运用行为金融学的方法研究中国的证券市场。如对中国的封闭式基金的价格与净值脱离现象的研究（所谓封闭式基金之谜），中国证券市场中的公告日效应、周末效应的研究，以及我国股票市场是否存在过度反应，中国股市的“惯性策略”和“反转策略”，中国证券市场的处置效应等问题，都有一些成果。这些研究表明，以理性人假设为前提的标准金融学对金融市场大量异象无法提供完满的说明，而以行为金融学的理论和分析加以研究的结论提供了更令人信服的解释。

（四）新的投资组合设计

基于行为金融学的投资策略可以为投资机构和投资者提供新的投资组合设计。投资机构和个体投资者掌握了行为金融学的基本分析结论和相应的反向投资策略，不仅可以使自己有效避免决策错误，还可以基于他人的认知偏差制定的投资策略，通过对投资者心理与资产收益率之间关系的研究，洞察影响资产定价的因素，掌握投资风险与完整的资产组合，创造稳定的投资回报。

（五）合理政策的重要理论依据

监管部门通过对证券市场投资者（包括机构投资者与个人投资者）的行为的分析，掌握投资者的心态与行为动向，更有利于我国政策制定层和监管层合理预期证券市场和经济形势，多拥有一种制定合理政策重要的理论依据，以提高政策的有效性与预期可能出现的偏差。

证券市场中投资人的积极参与，使得市场信息相对透明。而每一种信息，投资者都会做出反应，这种反应可能是过度反应，也可能反应不足。监管部门在出台监管措施时就要预先考虑到投资者可能的反应，并预设应对措施。比如说国有股减持，政策一出来，引起市场极大地反应，股价快速下跌，监管部门不得已赶快叫停。又比如只准外国的会计事务所做上市公司补充审计，也引起市场强烈的不良反应，而停止实行。这些都说明我们对市场心理研究不足。证券市场疲软，除了上市公司本身质量的问题外，最重要的就是对市场的信心。因此，维持市场的正常运转，就是要树立投资者的信心。相反，市场泡沫过大时，就要随时提醒投资者注意风险，不要为自己过度自信付出代价。

需要强调的是，行为金融学并不是要对标准金融学取而代之，有效市场假说在金融学研究中仍有它的重要位置，在一定的条件下市场仍是令人惊奇的有效；对许多研究而言，预期效用理论仍能起到很好的解释作用；标准金融学中逻辑严密的数学模型仍在指导着金融实践。行为金融学的观点与方法将逐渐深入到金融研究的各个层面，以至最后“行为金融学”这一名词将消失。随着时间的流逝，纯理性的模型将被包含到一个更为广泛的心理学模型中去，其中完全理性将作为一个重要的特例。

行为金融学也不是万能的，不能指望行为金融学就可以帮助人们击败市场。行为金融学更大的作用在于描述了市场参与者的行为特征和其背后的心理学依据，而投资者和决策者最终是人，“人所具有的他都具有”，他总有非理性的一面，所以很难完全超越非理性。这就意味着我们可以解释“谜”，但并不能使“谜”完全消失。如果接受这一点，也可以使我们对行为金融学及其策略在中国的应用前景有一个更客观的估计。

第十章　寄情效应:行为经济学实验研究尝试

10.1　提出假设及理论支持

10.1.1　"寄情效用"和"延迟消费"(Symbolic Utility and Delayed Consumption)

传统的"贴现效用模型"(discounted utility model)认为,人们总是迫不及待地将"喜欢的东西"早早地消费掉。因为越晚消费,该物品的效用贴现值就越小。如果人们是理性的,就不会推迟消费。但事实上大多数人可能都曾有过这样的经历,那就是当您收到一份来自好朋友的礼物(比如说一盒精美的巧克力)的时候,您不舍得马上吃掉它。尽管根据DU模型,您只有在收到这盒巧克力的第一时刻消费它,这盒巧克力的效用才最大。

在这种情况下,人们的行为之所以和DU模型不一致,主要是由于DU模型假设人是完全理性的,因此商品所带来效用完全集中在"物质消费"的过程中。比如一盒精美的巧克力,DU模型假设只有在你吃它的时候,巧克力才给你带来效用,而此前此后这盒巧克力的效用都为零。但现实的经验告诉我们,对于一盒好友送的巧克力,哪怕仅仅是看着它,都能为我们带来快乐(正的效用,而不是零效用)。

其实在消费者的心目中,一盒好朋友送的巧克力,与一盒相同的自己买的巧克力,两者的效用是不同的。对于前者,巧克力被视作是一种载体,它寄托了一份淳厚的友谊。我们把这种由于寄托了特殊的情感,而使一件物品对消费者产生的附加的、非物质的效用称作"寄情效用"(symbolic utility)。

"寄情效用"是一种"无形的效用"(intangible utility)(Kahneman也将其称为"感受型效用"参见5.2节),而传统经济学中的效用强调的是有形的效用(tangible utility)(Kahneman也将其称为"决策型效用")。也

就是说前者侧重“感受”,而后者侧重“物质”。人们对于“寄情效用”的延迟消费行为,与 DU 模型的结果相违背,正说明了两种效用在本质上是不同的。至少体现在消费者的消费行为上,不同的效用对延迟消费的影响有所不同。

对于含有“寄情效用”的物品,人们倾向于延迟消费。

10.1.2 理论探讨的回顾

在 5.2 节中曾讨论过关于“效用”研究在学术上的诸多分歧。行为经济学家秉承 Bentham 对“效用”的定义,认为效用是一种心理的感受。而很多传统经济学家认为,效用的产生局限于单纯的物质消费。我们所提出的“寄情效用”的概念与 Bentham 的效用定义是相一致的。

我们认为 Kahneman 教授所倡导的“对 Bentham 效用概念的回归”值得借鉴。“效用”是一种心理感受,它是人们快乐和痛苦等感受的加和。因此这也是一个很复杂的概念。不少行为学家和行为经济学家对不同效用及其人们的行为表现做过研究,其中较为著名是行为经济学家,卡内基梅隆大学 George Loewenstein 教授所提出的“预期效用”(anticipation utility)(Loewenstein 1987)①和“记忆效用”(memory utility)②的概念。

(一) 主效用和非主效用

Loewenstein 教授将效用分为“主效用”(primary utility)和“非主效用”(nonprimary utility)。主效用是指人们“从直接物质消费中得到的效用”,比如从听音乐、看书、吃东西等过程中得到的满足或不快。主效用有以下三个特点。

(1) 该效用是从消费者自身的经历中得到的,而不是通过和他人的比较得到的。

(2) 主效用和消费同时产生,而不是消费前或消费后产生的效用。

(3) 主效用来自于真实的经历,而非幻想的经历。

---

① George Loewenstein "Anticipation and the Valuation of Delayed Consumption" *The Economic Journal*, Volume 97, Issue 387 (Sep., 1987), pp. 666—684.

② Jon Elster, George Loewenstein (1992) "Utility from Memory and Anticipation" pp. 213—234 "Choice over Time" Russell Sage Foundation Due/Published November 1992.

不符合这三种性质的效用就归于“非主效用”的范畴。

Loewenstein 将消费者在消费一件物品前,由于想像该项消费而产生的效用,称作“预期效用”。一项研究证明,“预期效用”所产生的影响,有时会大于实际消费本身。研究者对两个准备在两年内停业的工厂中的工人健康状况作跟踪记录,发现工人们在预期失业过程中得病的次数,显著大于真正失业情况下得病的次数①。

根据经典的“贴现效用模型”推论,人们对于“喜欢的东西”总是希望马上消费掉,而倾向于推迟“讨厌的东西”的消费,因为只有这样,才能使总效用的贴现值最大。“预期效用”之所以在学术界有很大的影响,是由于 George Loewenstein 教授发现了有悖于这里经典理论的例子。他发现对于那些消费时间很短的项目,人们的消费行为正好与 DU 模型的结论相反。在 Loewenstein 教授的一个富有戏剧性的“Kiss and Shock”实验中,参加实验的人认为“三天后和自己喜爱的电影明星接吻”的价值大于“马上和自己喜爱的电影明星接吻”的价值;而“三天后被电击一下”所需得到的补偿大于“马上被电击一下”所需得到的补偿。这也就说明了对于转瞬即逝的消费项目,人们愿意推迟对“喜欢的东西”的消费,而对于“讨厌的东西”希望马上消费掉。这一结果和 DU 模型的结论相悖。在该实验结果的基础上,Loewenstein 教授对 DU 模型作了进一步的修正。

与“预期效用”相对应,“记忆效用”是指在消费一件事物后,消费者通过对该事物的回忆所产生的效用。同样花 30 元钱买一瓶酒,或看一次电影,在消费之前消费者对两者的偏好可能是相同的,但看电影所产生的回忆效用更大(还记得 3.3.2 节中金钱奖励和法国大餐的例子吗?)。然而美好的事物并不一定就会产生正的效用。研究发现,“对比作用”(Contrast Effect)在记忆效用中的影响较大。当消费者结束了一次度假,除了对旅行所保有的美好回忆外,还会将现在的生活和度假的时光作比较,从而产生一种失落感。如果这种失落感的负效用大于回忆的正效用,那么一件主效用为正的项目,也会带来负的记忆效用。

---

① S. V. Kasl, S. Gore, and S. Cobb, “The Experience of Losing a Job: Reported Changes in Health, Symptoms and Illness Behavior”, *Psychosomatic Medicine* 37 (1975) pp. 105—122.

我们所提出的“寄情效用”显然也属于“非主效用”的范畴。但它和“记忆效用”有所不同，两者的差异可归纳为以下两点。

1. 两种效用的来源不同。“寄情效用”是来源于一段情感，比如努力或友谊等，消费者通过延迟对礼物的消费，品味的是这段情感而不是礼物本身。而“记忆效用”则是通过对某次消费的回忆所产生的效用，记忆效用还是来源于消费本身。

2. “寄情效用”有一个感情寄托的载体，而“记忆效用”的产生不需要载体。比如好友送了你一瓶酒，这瓶酒就是友谊的载体。而“记忆效用”研究的是喝了这瓶酒以后，对酒的味道的回忆，这瓶酒在这里并不是某段感情的载体。

（二）延迟快乐

在研究消费延迟领域，Walter Mischel 教授的“延迟快乐”（delay of gratification）的研究最为著名，他的实验表明在一定条件下人们愿意将合意的消费推迟一下。Mischel 教授做过一系列的“延迟快乐”的实验①。实验中他给孩子们两种选择，一种是孩子较喜欢的东西，另一种是孩子较不喜欢的东西，然后告诉孩子如果他们愿意等待，就可以得到他们较喜欢的东西，否则将得到次优的选择。他的跟踪研究表明，不论在学业上，还是在人际关系方面，愿意等待的孩子在成年后往往比不愿等待的孩子更为出色。那是因为愿意等待的孩子自我约束力较强。人们在选择是否继续求学、是否储蓄等决策的时候，和“延迟快乐”的实验有着十分相似的特点。那就是“自我约束”在行为决策中所起的作用。Mischel 教授通过实验表明，人们愿意忍受等待以换取更好的玩具、事业、生活。不仅如此，Mischel 教授还证明，人们的“自我约束”能力并不是超凡的，它受到很多因素的影响。通过不同的方式（图片、实物等）告诉孩子们两项选择，消费延迟的程度会产生系统性的差异。这也从另一个方面证明了人所具有的“有限的意志力”。

由“寄情效用”而产生的延迟消费，与 Mischel 提出的“延迟快乐”有

① Walter Mischel, Uuichi Shoda, Monica L. Rodriguez (1992) “Delay of Gratification in Children” pp. 213—234 “Choice over Time” Russell Sage Foundation Due/Published November 1992.

着不同的延迟动机。对于前者,人们为了品味"寄情效用"而主动延迟对商品的消费,这里不牵涉到自我约束的问题。而在"延迟快乐"中,人们延迟消费的动机是为了得到更好的消费品。人们通过自我约束,迫使自己抵制住眼前的诱惑。

以上的文献综述主要包括两方面的内容。第一是对 Bentham 效用概念的回归,在此基础上 Loewenstein 将效用分为"主效用"和"非主效用"两种。"寄情效用"属于"非主效用"的范畴,但和"记忆效用"有所区别。第二是"延迟快乐"的实验表明,由于具备"自我约束"的能力,人们愿意为得到更好的东西而选择等待。但这种延迟消费的动力机制,和本研究的延迟消费的动力机制并不相同。

10.2　实验设计和实验结果

根据"寄情效用"的定义,我们选择了"努力"和"友谊"两个变量分别作为自变量,而应变量为人们收到礼物后,倾向于延迟消费的天数。实验所采取的方式均是组间实验(between subject)。

依照我们的假设,对于两件同样的礼品,由于所含的努力和友谊程度不同,两者的"寄情效用"也不同。对那个付出努力较大(或好朋友送的)的礼物,人们在心理上赋予它较高的效用,而这部分效用无法通过传统意义上的"吃"或"用"来消费,而是通过时间的延迟来消费它。也就是说形式上的不消费,才是对"寄情效用"真正的消费。

实验一　努力和延迟消费

在研究努力和延迟消费之间关系的实验中,我们选择了"一瓶装帧精美的果酒"为礼品(即"刺激物"stimulus)。我们希望得出的结果是:被试者会延迟消费那瓶由于努力而得到的果酒。

被试者:

参加实验的是 114 位来自复旦大学的大学生。所有被试者均超过了 18 岁。

问卷:

实验所用的问卷分为两个版本。57 位学生分到第一组。其余的 57

位学生分到第二组。

(第一组:你为一个国际酒类展销会作翻译,为此你付出了很大的努力(收集资料、查阅专业术语等等)。在展销会结束后举办单位送你一瓶装帧精美的果酒。请问你会多久以后喝这瓶酒?(假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;且这种酒的品质不会随时间变化。)

当天 2天以后 4天以后 6天以后 8天以后 10天以后 12天以后

第二组:你为一个国际酒类展销会作翻译,你没有花太多努力就轻而易举的完成了这项工作。在展销会结束后举办单位送你一瓶装帧精美的果酒。请问你会多久以后喝这瓶酒?(假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;且这种酒的品质不会随时间变化。)

当天 2天以后 4天以后 6天以后 8天以后 10天以后 12天以后)

结果:

实验结果和假设完全吻合,即同样一瓶果酒,如果是花了较大的努力而得来的,人们更愿意延迟消费这瓶果酒。第一组(努力程度大)延迟消费的平均天数 $T_{1a}=5.82$ 天,第二组(努力程度小)延迟消费的平均天数 $T_{1b}=3.79$ 天($p=0.036<0.05$)。实验结果可以用图10.1表示。

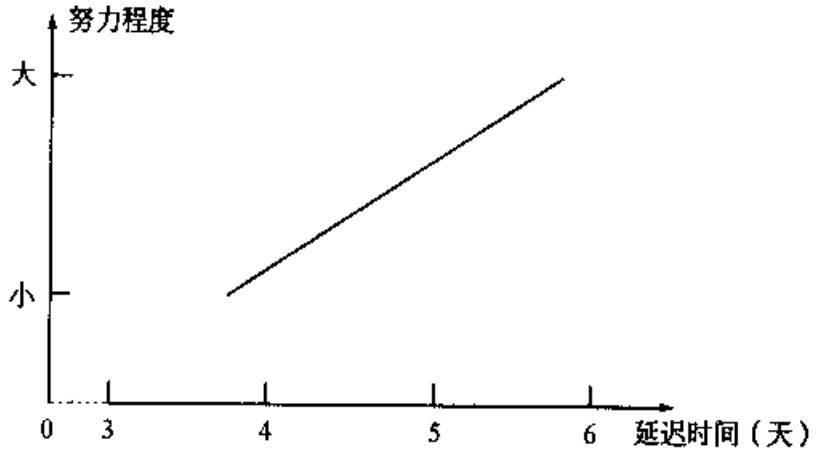


图10.1 努力和延迟消费

实验二　友谊和延迟消费

在研究友谊和延迟消费之间关系的实验中,我们希望得出的结果是:消费者倾向于延迟消费好朋友送的礼物。在这个实验中,我们仍然选用"一瓶装帧精美的果酒"作为礼品。

实验者:

参加实验的是87位来自华东理工大学的大学生。所有被试者均超过了18岁。

问卷:

实验所用的问卷分为两个版本。43位学生分到第一组。其余的44位学生分到第二组。

(第一组:在毕业晚会上,你的一位关系非常好的同学送你一瓶装帧精美的果酒。请问你会再多久以后拆开包装,享用这瓶果酒?(假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;且这种酒的品质不会随时间变化。)

当天　2天以后　4天以后　6天以后　8天以后　10天以后　12天以后

第二组:在毕业晚会上,大家互相交换礼物。一位关系一般、平时交流较少的同学送你一瓶装帧精美的果酒。请问你会再多久以后拆开包装,享用这瓶果酒?(假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;且这种酒的品质不会随时间变化。)

当天　2天以后　4天以后　6天以后　8天以后　10天以后　12天以后)

结果:实验的结果同样证明了我们的假设,即人们更愿意延迟消费由好朋友送的果酒($T_{2a}=8.28$天),相对而言,对于一般朋友送的酒比较着急马上将它消费掉($T_{2b}=5.59$天,$P=0.010<0.05$)。实验结果可由图10.2表示。

实验三　修正因素(Moderating factor)

原假设的核心是,一件物品含有"寄情效用"与否,会影响消费者对该物品"延迟消费"的倾向。因此我们不仅要证明,消费者对于"寄情效用"越大的商品,延迟消费的倾向也越大(如实验一和实验二)。而且还

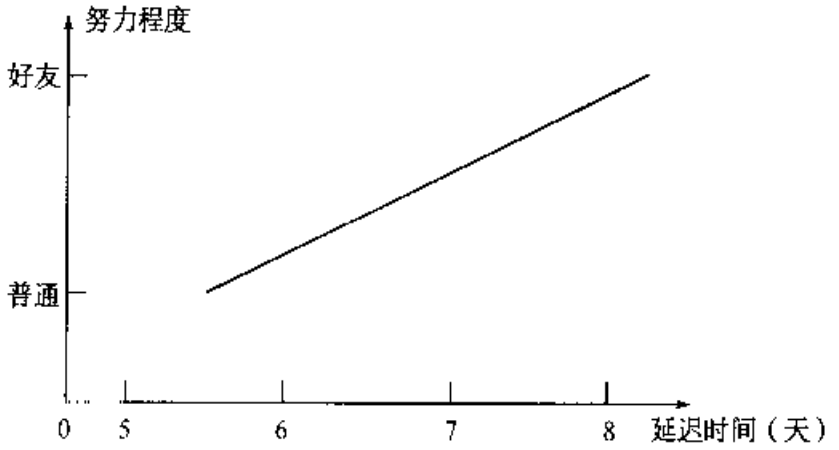


图 10.2 友谊和延迟消费

应该要证明，当“寄情效用”不存在的时候，消费者“延迟消费”的倾向就不明显。什么时候“寄情效用”不存在呢——如果物品的来源和情感的发生之间没有关系，那么消费者就不会将感情寄托在这件物品上。如果原假设成立，那么当两者之间没有关系时，消费者就不会延迟该商品的消费。

具体而言也就是说，如果“果酒”并不是努力工作的结果，消费者不会把情感寄托在这瓶酒上，那么“延迟消费”的行为将不会发生。

我们需要设计一个实验，在原来的实验中加入一个修正因素—用来控制“礼品”和“情感”之间的关系。我们希望得到的结果是，当“礼品”和“情感”是相关的，那么消费者会延迟该礼品的消费（这一点在实验一和实验二中，已经得到验证）；但当“礼品”和“情感”是不相关的，那么延迟消费的行为将不会发生（或不显著）。为了对后者进行验证，我们设计了下面这组实验。

实验者：

参加实验的是 25 位来自复旦大学的大学生，和 50 位来自华东理工大学的大学生，共 75 人。

实验问卷：

实验所用的问卷分为两个版本。38 位学生分到第一组。其余的 37 位学生分到第二组。

(A 组:你为一个国际酒类展销会作翻译,为此你付出了很大的努力(收集资料、查阅专业术语等等)。展销会结束回家的路上,你路过一家商店,得到一张赠券。用这张赠券你换得一瓶装帧精美的果酒。请问你会多久以后喝这瓶酒?(请注意"翻译工作"和"果酒"之间没有因果关系。且假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;这种酒的品质不会随时间变化。)

当天　2 天以后　4 天以后　6 天以后　8 天以后　10 天以后　12 天以后

B 组:你为一个国际酒类展销会作翻译,你没有花太多努力就轻而易举的完成了这项工作。展销会结束回家的路上,你路过一家商店,得到一张赠券。用这张赠券你换得一瓶装帧精美的果酒。请问你会多久以后喝这瓶酒?(请注意"翻译工作"和"果酒"之间没有因果关系。且假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;这种酒的品质不会随时间变化。)

当天　2 天以后　4 天以后　6 天以后　8 天以后　10 天以后　12 天以后)

结果:

实验结果显示,当"努力"这个情感因素和得到一瓶"果酒"没有因果关系的时候,努力程度的大小,对于延迟消费的影响就非常小。A 组即"努力程度高"这一组的学生平均会在 $T_{3a}=2.79$ 天之后消费这瓶酒;B 组即"努力程度低"这一组的学生平均会在 $T_{3b}=2.05$ 天之后消费这瓶酒($P=0.445>0.05$)。

将实验一和实验三的结果整合在一起,可得到表 10.1。

表 10.1　延迟消费的因素组合分析

"情感因素"和"果酒"的关系	有因果关系	无因果关系	显著性
努力程度高	5.82 天	2.79 天	0.004
努力程度低	3.79 天	2.05 天	0.068
显著性	0.036	0.445	

从表 10.1 中我们可以清晰地看出,当这瓶果酒是由于工作得来的,那么付出的努力越多,学生就越倾向于延迟酒的消费($T_{1a}=5.82$, $T_{1b}=3.79$, $p=0.036<0.05$);而当这瓶果酒的来源与工作没有任何因果关系

的时候,因努力而延迟消费的现象就不显著($T_{3a}=2.79, T_{3b}=2.05, P=0.445>0.05$)。

另外我们注意到,当努力程度高的时候,"情感因素"和"果酒"是否有因果关系,对消费者的延迟消费行为有非常显著的影响($T_{1a}=5.82, T_{3a}=2.79, p=0.004<0.05$)。这很好地证明了当某件物品具有较高的"寄情效用"时,消费者有强烈的延迟消费的倾向。这一点与我们的原假设完全符合。

10.3 应用价值和理论价值的一般讨论

在这一节中,我们先就"寄情效用"和"延期消费"这一研究的应用价值做一个讨论。然后再进一步探讨本研究的理论价值,及未来可行的研究方向。

10.3.1 应用价值

为了吸引消费者,制造商会将定位于"礼品类"的、可消费的商品(比如酒、巧克力等)加以精美的包装。这样确实会引起消费者的购买欲望。但同时也遇到这样的问题,那就是这些礼品总是会被搁置一段时间后才消费掉。这是由于礼品总是寄托着某份感情,而人们对这份感情最有效的消费方式,往往不是"喝酒"或"嚼巧克力",而是"延期消费"。因此本研究对于这些希望加速消费者消费其产品的厂商有很大的价值。

如果同样两瓶酒,一瓶包含有"寄情效用"$U(x)'$,另一瓶没有这种效用。假设喝掉一瓶酒的效用是$U(x)$。那么这两瓶酒的总效用分别为$U(x)'+U(x)$和$U(x)$。本研究发现,人们对于$U(x)$和$U(x)'$的消费方式是不同的。对于带有情感因素的$U(x)'$的消费,人们倾向于通过一段时间的酝酿而完成的。

了解到这一消费者行为特征之后,厂商可以试着将这两种不同的效用分离,设计一种新的礼品包装,从而缩短消费者延期消费的时间。形象化而言,就是在原先的商品中再加入一点可以让消费者"寄情"的东西,用来承担$U(x)'$的情感性消费。当然新加入的东西应该是可以长久保

存的,并且和原商品是高度相关的。

为了使该项应用研究更有说服力,我们特地设计了以下这个比较实验:

被试者:

参加实验的是38位来自华东理工大学的大学生。所有被试者均超过了18岁。

问卷:

(在毕业晚会上,你的一位关系非常好的同学,送你一个果酒礼盒,其中包括:

一瓶装帧精美的果酒;

一只可留作纪念的、小巧精致的迷你型小酒瓶(请注意:由于这只小酒瓶是留作纪念用的,所以它的瓶盖是无法打开的,里面装有和果酒相似的液体)。

请问你会在多久以后享用这瓶果酒?(假设你最终会自己享用这瓶酒,而不会送人;且这种酒的品质不会随时间变化。)

当天　2天以后　4天以后　6天以后　8天以后　10天以后　12天以后)

将这个实验的结果和实验二的第一组结果相比较,我们发现在其他条件都相同的情况下,当礼品中多加了"一只可留作纪念的、小巧精致的迷你型小酒瓶",消费者这瓶果酒的延迟消费天数变为6.84天,相对于实验二中没有小酒瓶留作纪念的延迟消费天数 $T_{2a}=8.28$ 而言有所缩短($p=0.192$)①。

上述实验中的这只"可留作纪念的小酒瓶"的作用就在于,它"分担"了消费者的"寄情效用"。人们在收到好友送的临别礼物的时候,之所以要延迟消费,是因为这瓶酒寄托了一段友谊。一旦这瓶酒被喝掉了,这份感情的寄托物也就没有了,所以人们不舍得喝这瓶酒。如果在礼盒中加

① 尽管这里的双尾T检验p值大于0.05,但考虑到均值的方向和假设相符,如果能够扩大样本量(一般需要增至50人),很可能会使p值降到0.05以下。由于时间原因,进一步的工作有待在下一阶段完善。

一个小酒瓶，而且在里面装上和果酒相似的液体，人们会将它视作那瓶果酒的缩影，进而将感情寄托在这个小酒瓶上，而早早地喝掉礼盒中的果酒。毕竟人们对美食还是缺乏耐心的！

从“果酒”的例子我们还可以引申到巧克力等其他很多礼品的营销。在每年的情人节，都是巧克力的旺季。恋人们流行在情人节这一天送玫瑰、巧克力表达爱意，其实这两件礼物都是不易久藏之物。当巧克力被吃完、玫瑰花凋零，对情人节的回忆也就随之消逝了。面哪个女孩不希望能够将这份甜蜜的回忆久久珍藏呢？所以聪明的厂家如果能够在巧克力礼盒中下功夫，比如加一个巧克力形状的精致小相框，就可以起到很好的“寄情”作用。

可见将现有的礼品类商品稍作改进，不仅能够加速礼品的消费，而且还能使礼物的接受者对该礼品所寄托的这份感情久久难忘，这不正是送礼者最渴望达到的效果吗？

10.3.2 理论价值

“寄情效用”和“延迟消费”的研究成果，不仅仅局限于对市场营销领域的实际应用。这则研究还有很高的理论价值。Kahneman 教授在 2000 年的一篇论文中提到，“消费不仅仅止于商品被消耗的那一刻。我们在品尝美味的同时也品味着希望和回忆……对于这种无形的效用，至今还未得到足够的研究。”[①]我们所提出“寄情效用”这一概念，正是对这一领域研究的拓展。

这里还需要补充一点。本研究的原假设中隐含了一个假设，那就是“寄情效用”大于零。也就是说，礼物寄托的是一份美好的感情。消费者之所以延迟消费这件特殊的礼物，是因为在等待中快乐地回味着这份感情。但并不是所有的纪念物所寄托的都是美好的情感。比如一位学生到公司中去实习，参与的一个项目失败了，但仍然得到一份可以消费的礼品（比如一瓶酒）。对于这种寄托了令人不愉快的感情的礼物，人们会表现

① Dan Lovallo and Daniel Kahneman (2000) “Living with Uncertainty: Attractiveness, and Resolution Timing” Journal of Behavioral Decision Making 13: pp. 179—190.

出什么样的延迟消费行为呢?在本研究中没有涉及这一方面的讨论。但如果要对"寄情效用"研究作进一步的完善,正负两个方向的效用对人们消费行为的影响都应该论述。这将是下阶段可行的研究方向。

长久以来传统经济学对效用的研究,过多地集中在物质消费的领域。人们将"效用"最初的定义——"快乐和痛苦加总的心理感受"——渐渐淡忘。有形的消费固然重要,但人毕竟是有感情的动物,诸如"期望效用"、"寄情效用"等无形的效用,有时比物质消费本身给人带来更大的快乐。

如果作更深一层的考虑,当我们将效用的定义曲解成纯粹的物质享受,那么必然导致追求物质效用最大化的结果。但物质效用的最大化,和快乐的最大化并没有很强的相关性。这就引出另一个令人深思的问题,当我们耗费了大量的人力、财力和自然资源,追求物质效用的最大,结果却发现我们本身并没有从中得到最大的快乐,那何尝不是一种巨大的浪费!或者再换一个角度思考,如果能够在既有的物质条件下,最大化人们的快乐,那也将是一件很有意义的事情。这正是行为经济学发展的一个新方向,吸引着越来越多的学者投身到这一领域中来。希望这个"寄情效用"和"延迟消费"的实验尝试,对这一学术发展的新方向起到一定抛砖引玉的作用。

第十一章　行为经济学和我们的经济生活

尽管行为经济学不是抽象的理论，而是非常现实的经济学，尽管在前面的许多章节，我们用了不少的篇幅对行为经济学的应用作了介绍，但行为经济学中频频使用的心理学术语，可能仍会使一些读者对它产生一定的隔阂感，在本章我们尝试用更通俗的语言和更常见的例子，来说明行为经济学其实与我们很近很近。

11.1　日常经济现象的行为经济学解释

行为经济学家对人们的日常经济生活感兴趣，其目的并不是要研究日常生活中人的病态方面，而是要理解人在市场行为中受无意识趋势的非理性本质。他们从大量的市场实证调查中得出了重要结论：市场行为者的“行为是一种假象”。人的各种购买动机“一般是无意识的”，他们是一些与冲动有关的错综复杂的机制。在大多数时间里，决策者的“选择”往往是由偶然性或当时的环境决定的。

11.1.1　人是理性和非理性的统一

人的活动是理性活动与非理性活动的统一，理性活动通常指形成概念——进行判断——逻辑推理，并进而指导实践活动。非理性活动是指人的非逻辑、非条理化的活动，是人以非理性精神为前提和基础，凭借各种非理性精神形式（如本能、欲望、需要、意向、动机、希望、愿望、情绪、情感、意愿、信念、信仰等），依靠各种非理性方法（如想像、幻想、直觉、顿悟、灵感、猜测等），来表达主体需要或客体属性的心理活动过程。理性活动主要形成人的理性精神，非理性活动主要形成人的非理性精神或人文精神。完整的人的发展是理性精神和非理性精神的协调发展和统一。

1. 任何经济行为者都存在着非理性行为。这是因为，任何人都具有双重性，即个人行为，一方面具有追求最大化的理性倾向，这方面的人格

是我们“理性的”自我，是在决策前使用“严格的”决策程序的那部分自我，即“超我功能”（superago function）。另一方面，又具有不努力追求最大化的非理性倾向，即“本我功能”（idfunction），也就是使用“松散”的决策程序，遵循我们的“动物精神”。在多数情况下，人们的决策则采取以往习俗、惯例、模仿的形式（这些形式明显具有偏离最大化的趋势），这意味着，个人的行为既包括理性因素，又包括非理性因素。

2. 任何企业内部也存在着非理性行为生产过程不是一种预先理性设定的机械过程，企业也不是一部将投入变为产出的高效率理性转换器。企业在决策中，它能收集到的供决策的信息是有限的，其中还有部分信息是失真的，况且，市场机会的稍纵即逝，也使企业不可能仔细计算和注意所有的细节。在企业运行中，上市、同时和传统等因素都会对企业中个人的努力发生影响，从而由个人行为最大化偏离导致企业行动最大化偏离。尤其是个人自身的偷懒行为以及“免费搭车”的行为，都会带来企业的种种非理性形象，它严重影响着企业最大化效率的实现。

3. 在现实生活中很多人都认为自己的行为是理性的，即使是在危机时刻，也能够冷静地运用概率原则进行选择。不少人都习惯于相信自己在技能、智慧、远见与才能等方面都优于一般人。很简单，谁会承认自己是技不如人、不堪一击的辩手，愚蠢的投资者，或者是穿着服装没有品位的人呢？其实，在现实生活中，不是所有的人都会高于一般水平的，而且，人们在进行决策时往往都处于复杂、混乱、不易辨别或易受到威胁的情况下，我们没有时间去经过理性的计算，也没有时间去考虑概率问题。当然大多数人的行为也不是非理性的，人们不会断然地去冒险、也不会不加考虑地去作投资，我们总是会遵循某种可以使我们有预见地或系统考虑问题的方式来进行决策，只不过这些方式在某种程度上偏离了传统的理性决策模型。卡尼曼（Kahneman）等人研究成果就在于揭示这种理性决策偏离的原因与性质。现代心理学的发展，特别是认知心理学的发展，基本打开了人类心理活动如何处理与加工信息之谜。它的研究表明，人的认知是一个过程，它是受人的性格、知识、文化背景、所处环境与情境等状况影响的，而人的认知水平又会影响到人的决策。正因为人的判断、行为和满足感的差异性，也就决定了人们的经济行为并非与传统（主流）经济学

的(基本)假定有很大的不同。正如 Kahneman 与 Tversky 所言,决策理论充其量也只是近似和不完全的。在不确定性的条件下,人的决策是一个结构化和连续的过程。每一个人在面对复杂的情景与问题时,都会采取捷径或应用部分信息进行处理,因此,人们的决策出现非理性、偏好逆转等情况也就十分正常了。问题是我们如何来知晓这些决策的过程,并以此来观察这种决策如何影响人的经济行为。

11.1.2 行为经济学观点的告诫

(一)一元钱永远只能当一元钱来花

"心理账户"一词旨在描述人们由于对金钱的来源、保存地点和如何使用的认识差异而导致的对金钱不同的支配方式。当它引导你为大学或退休生活保留积蓄时,那它可能对你很有帮助。但是,当它使你更快地花光从某些途径得来的钱,比方说礼物、奖金或税收退款,那对你来说它就很危险。相反地,过分看重某些钱财,像遗产,甚至是为家庭、教育或退休准备的长期存款,会促使人们采取过于保守的投资策略,以回避股市的涨跌,但却使他们暴露在通货膨胀的威胁下。不论具体情况如何,你怎样定义和对待不同的意识账户决定了你是否会累积可观的储蓄,还是在你最需要钱的时候发现你的银行账户捉襟见肘。

这就是为什么我们强调你应该学习对各种来源的钱一视同仁的原因,不管是工资、礼物、储蓄,就连彩票奖金也不例外。在你还没想好怎样使用一笔"飞来横财"时,一种处理办法是先把它放入一个储蓄或投资账户存起来。不论是辛苦挣来的还是其他途径得来的,你把金钱视为储蓄的次数越多,你就越不会没有节制地或冲动地乱花钱了。相反地,如果你需要拥有一定数量的"可以疯一把"的钱的话,你应该考虑拿出极小一部分的存款,比方说,5% 存入一个用于投机、赌博或疯狂购物的特别账户。一句话,如果你无法扼杀一头野兽,那你就驯服它。

(二)损失带来的痛苦远大于收益给你的满足

行为经济学的基础原理——期望理论的一个核心理念是:人们是"厌恶损失的"。失去 100 美元所造成的痛苦远远超过得到 100 美元所带来的愉悦。这恰好解释了人们在冒险时表现出的行为的前后矛盾。举

例而言，同一个人既可以为了保护既得利益而谨慎行事（为了保证利润而出售成功的投资），也会不惜一切代价竭力避免损失（抱着赢利的希望，抓住失败的投资不放）。对风险的厌恶导致一些投资者在不正常的市场骚动期出售所有的投资。尽管短期看比较放心，长远来看这种努力并没有作用。损失和收益之间的“不对称”也对你有利。如果你通过工资扣减计划进行投资的话，这种形式的储蓄不会给你造成什么痛苦，因为人们觉得薪水的减少不是完全的损失（从“口袋”里掏钱投入储蓄），而是先前的收益。

（三）花掉的钱就别老惦记着

行为经济学论及到人们最普遍的一个错误认识——“沉没成本谬论”导致的理财决策是建立在过去的投资或支出基础上的。这种倾向之所以有害，原因很简单，过去的错误不能用来指导你对未来的决策。过去了就过去了，重要的是那些从现在起有可能发生的事情。某人由于报价低于原先的购买价而拒绝了他人的购房提议，接下来可能犯一连串的错误（一开始期望太高，该脱手的时候没有把握住机会）。沉没成本谬论也能用来解释一些问题。比方说，你可能会因为考虑到即将到期的会员卡年费很高，舍不得浪费而坚持去健身房。又比如，它有助于解释为何人们继续从事不喜欢的事业，又为何个人（或政府）不断投资到没什么用或浪费钱的项目上。所以我们奉劝大家牢记一点：花出去的钱就是泼出去的水。过去的费用惟一应该影响的理财决策就是是否要求退款补偿。

（四）一切都取决于你怎样看待它

行为经济学的另一个基本原则是：你形成决策的方式，尤其是你“理解”损失和收益的方式，会对你的选择产生重大的影响。同样的一组备选方案，由于你对选择的看法是排除还是挑选，是为了维护收益还是避免损失，会导致不同的结果。正因如此，明智的人应该全面审视自己的决策，而不是仅仅看优劣势，还要看决策在你头脑中的形成方式。对于那些受到“决策瘫痪”（或者说没有任何的选择能力）困扰的人来说特别有针对性。这样做，你一般就能扫除障碍。比如，一个对退休计划中的好几项不同的投资选择举棋不定的人可能会假定她已经拥有了所有或其中几个选择的利益。那么决策过程就变成了排除过程（“拥有哪一项投资不太

合我的心意?")而不再是选择过程,而且可能暴露出一些隐含的顾虑。

(五)就算你不喜欢,你也得在意所有的数字

我们就是在向你示范小数目演变成大损失的方式。举例来说,所谓的"大数偏见",即认为小数目无足轻重,并忽略它们的倾向将使你多付不必要的佣金和费用。随着时间的流逝,它还会对你的个人投资回报产生惊人的负面效应。类似地,大数偏见和"心理账户"会纵容人们把小笔支出"隐藏"在大笔的开支下,同时"金钱幻觉"又使人看不到通货膨胀的危险。于是随着时间的推移而不断累加的开支和物价上扬进一部拉开了自由理财和勉强过关者之间的差距。

(六)你很有可能把注意力放错了地方

过于重视某些事实、数字和事件的倾向,可以用好几种行为经济学的理论解释。"锚住"(Anchoring)理论就能解释人们怎样盯住一定数量的钱不放,并在此基础上做出通常是错误的决策。人们往往过分注重那些特别难忘的或特殊事件,而未意识到人的记忆远没有他们想像的那么可靠。

1. 举例来说,很多人对 1993 年和 2000 年股市大跳水记忆犹新,却忽略了一点:从长远讲,股票市场提供了最稳定的投资收益。还有许多人错误地认为房产投资的回报会高于平均水平,因而硬要买自己所能负担得起的最大的房子,却弄得得不偿失。实际上,尽管在某些城市一段时间内房价飙升,但在国内的大多数地方,房价的增长速度并没有比贷款利率高多少增长。

2. 由于无法清楚地认识到偶然性对投资结果的影响,不少投资者极易被短期的成功和其他一些随机或特殊事件所蒙蔽。人们错误地认为一些基金成功(某些年份有较高的分红)的原因并非靠运气而是别的更实在的东西,所以许多中老年投资者会把钱投入购买基金,而这些基金价格市场却跌到基金面值以下。

(七)盲目自信

基本上所有的人都会不时地对自己的学识和能力有过高的估计。这种盲目的自信很少会有人承认,但它确实存在我们当中,还会使人们对金融市场产生错误的判断。最大的一个错误信条就是认为自己学了一些知

识和只做了一点努力就能在金融市场获得超过平均水平的利润。过分自信就像个美丽的陷阱，他使投资者认为自己的投资策略是最优的，而事实上他掌握的却是些有限的信息和个人经验。其实即使那些华尔街最精明的投资者也不敢保证他挑选的股票或共同基金会比那些路上走过的人随意买的股票或基金更有升值潜力。

（八）难以认错

认错看起来很简单，但人们都有自尊心，同时在潜意识倾向于认为自己过去学的是正确的。这种"确认偏见"，在你遇到最有疑问的想法和政策制定时使你墨守成规，即使一些最为简单的信息你也不会去评估一下。最终，个人的正确决策消费和投资能力被慢慢弱化。在这里，我们再次强调要收起你的盲目自信，把你的决策和同事共享，不但是为了一些具体意见，更要以批评者的态度来检测你的决定。

（九）盲目追随

从他人那里获得咨询，并不意味着要完全放弃自己的感觉、直觉和想法。"羊群效应"仅仅是跟随大流的一个例子。长期以来，我们追求的是常规想法，就像过去的25年里的固定收益投资和股票市场就是按常规在发展着。从短期来看，广大投资者稀奇古怪的想法比如"信息和网络股不以业绩论成败"等，往往会对市场造成巨大的波动，而这种波动让投资者要么过度投资，要么丧失投资机会，形成巨大的成本。所以说，一个成熟和成功的投资者往往用怀疑和谨慎的眼光来看待市场的波动。

（十）过量信息

知识就是力量，但是太多的"垃圾"信息却是有破坏性的。研究表明即使不看经济新闻也比那些所有消息都看的投资者好，因为大多数消息是无用消息。一般来讲，就是最健忘的投资者也往往会加入羊群效应的队伍。同样的，投资者越少去看投资产品，就越不会对证券市场正常的波动产生过激的反应。对于大多数投资者来说，我们认为一年去看两三次投资组合是足够了。

11.1.3　行为经济学对日常经济活动的启示

行为经济学对人类行为进行经济分析的目的在于，通过对厂商、家庭

及个人等消费行为的分析，主张政府应恰当引导厂商和消费者的经济行为，促进国民经济的正常发展，行为经济学作为一门新兴学科已经引起人们的广泛注意。在美国，行为经济分析方法已应用于广告，促销活动，养老金计划以及投资领域。纽约著名的万全证券公司还别出心裁地请哈佛大学心理学教授给投资者分析股市走势，取得意想不到的效果。当前在我国市场缺乏大的消费热点，消费品生产结构仍不能较好地适应消费结构变化的条件下，行为经济学的某些分析对我国引导消费促进生产力的发展，确实具有启发性。

应用行为经济学对家庭生产与消费的分析，我们可以认识到，家庭与厂商一样是社会的经济细胞，是综合运用时间与市场商品，结合资本物品、原材料和劳动力来使用、供养、生育并生产着人力资本、健康和尊严等特殊商品的“小型生产单位”如家庭中对人的投资所形成的人力资本，就是一种影响未来货币和消费的投资，这种投资包括正规教育、在职教育、医疗保健、迁移以及收人信息等多种形式。当预期效用大于当前支出所带来的效用时，人们更会进行这项投资，这种家庭的生产和消费的巨大潜力是不容忽视的。应用行为经济学对家庭生产要素价格变动的分析，我们可以认识到，当前社会生产力的不断提高导致个人实际工资的增加，也导致时间价值的增加，人们更具有强烈的时间观念。人们放弃花多的时间购买便宜商品而转向购买服务质量高的昂贵的商品以求节省时间，追求时间效用的最大化。这种由于时间成本提高引起消费品相对价格的变化将导致消费品质量的改变，是对我国大力发展第三产业，提高服务质量的一个启示。

多年来人们总是难以协调自身的健康生产与消费，从行为经济学的分析中我们可以认识到人们忽视健康的原因。这就是，人们总是在多种目标发生冲突时，放弃健康的目标。因为在一个适度的期望寿命期，如果增加年份的效用在价值上低于因运用时间及其他资源获得这段时间而放弃的效用，那么一个人宁肯埋头工作，而放弃健康，这在知识分子、研究人员以及经营者中尤其如此。所以政府应宣传和鼓励国民树立正确的健康生产和消费观，提高医疗保健水平，促进增强国民体质。

应用行为经济学关于理性单位（厂商、家庭或个人）因机会的变化往

往被迫做出非理性反映的分析，我们还可以认识到，在人们收入不断增加的条件下，政府应及时发布可靠的信息，引导厂商投资于消费前景更为乐观的领域，引导家庭或个人把收入投入可靠的领域。只有消除投资者的疑虑，才能做到市场引导消费，消费促进生产的发展。

其实行为经济学家的一系列开创性工作为行为经济学奠定了坚实的理论基础。他们揭示了在不确定条件下人们决策过程中对理性偏离的原因与性质，也指出了这种对传统模型偏离的非理性是有章可循和可预料的，因而人们的经济行为不符合严格的理论假设也不是随意或错误的。非理性有其负面的效应，也有其合理性，认识这些非理性决策的特点和规律，才能因势利导，善为其用，取得主动性。

11.2　感性消费和体验经济

既然人是理性和非理性的统一，我们就要承认人的非理性存在的事实，了解非理性在决策中的作用，特点和规律，了解非理性决策可能带来的正面和负面效应。由于认识的定势，人们往往会把非理性理解为无理性，反理性，其实如果我们换一种说法，说成感性化或个性化，人们的接受程度会大大提高。在现代经济生活中，感性消费和体验经济就是出现频率很高的和感性化和个性化相关的经济现象。

11.2.1　感性消费

感性消费是在进行具体的消费品的选择时，消费者所依据的是感性原则，也就是说，消费者以对产品的直观、感觉、情感、主观偏好和象征意义（如品牌）作为消费选择的原则。这与理性消费不同，后者侧重的是价格和产品的功能，贯彻的是实用原则。而感性消费的特征在于，在既定的产品的客观性能的前提下，产品的外观、形状、款式、体积、色彩等的感性特征和产品的品牌价值和符号象征成为产品选择的首要考虑因素。消费者行动不是仅仅限于“物的消费”这一经济行为，而且更转化为有关于物品的感性和意象的消费这一文化行为。也可以说，已经不是基于“优劣”的判断，而是以“好恶”的基准来从事消费活动。感性消费既注重产品所

引起的感官愉悦，也强调产品形式是否符合消费者的品位、理念、价值和偏好，感性消费实际就是一种心理消费。

衣食住行消费中就不乏“乱花钱”的事情。比如穿衣，一件普通棉衣就能御寒过冬，可有不少人攀比穿羊绒大衣，两者的作用大体相同，价格却迥异，而愿意大把花钱的人却很少算算它们的“性价比”。再比如出行，都是开车，开经济型车和开高档车的功效没太大区别，但两者的价格及日常花费却大不相同。就实用讲，低档车的性价比应该要比高档车高得多。消费者尽可以在自己经济条件容许的前提下，根据自己的好恶来“一意孤行”。俗话说得好：有钱难买我乐意。得意后悔、讨价还价、占便宜吃亏，这些在消费中都是难以避免的，也许这正是消费的乐趣所在。而且据说不少女士在心情不佳时，以疯狂购物来调节自己的心情。

从发展阶段来看，传统社会和早期现代性是以理性消费为特征，而感性消费则是晚期（或高度）现代性的特色。在消费主义和消费文化盛行的发达国家，消费理性出现了某种退化。在消费选择中，尽管性能和价格的因素仍起作用，但人们越来越注重产品的感性因素和符号意义，包括“喜欢不喜欢”“时髦不时髦”，等等。消费选择于是感性化、情感化和非理性化，在日本，由于消费理性的退化，消费者出现了“孩童化”倾向。

不少企业正是把握住了这种感性消费的增长趋势，推出了适应新的产品或消费方式，大获成功。韩国三星电子近几年调整了它过去的大规模制造的战略，推出了“设计为王”的战略，高薪聘用为 IBM 设计第一款 Think-Pad 手提电脑的美国设计师，成立设计室。在手机设计上，确立的原则是：

（1）WoW！即要吸引人，使人“弹眼落镜”，使人惊叹；

（2）推出银色和宝红两种色系，力求产品色彩上体现时代性。

结果三星的手机销量全球大增。中国的手机生产商“波导”“厦新”“首信”等也效法韩国三星，高价请韩国的工业设计室设计机型，不断推出新品种新机型，满足新人类一族求新求变的消费心理，在短短两年内，使国产手机的市场占有率从不足 10% 达到 30%。

社会学家提出“爱洛斯现代性”（Eros）的概念，强调现代性不但要对人的非理性情感和本能进行制约、镇静和控制，而且通过建立“合法的”

“安全的”和“可接受的”渠道和空间(娱乐、休闲、消费等)对人的情感和本能进行疏导、宣泄和释放。这种结果分化使理性(logos)和非理性(eros)各有其合法的存在空间(社会接受空间),从而使两者不至于相互干扰,双方相安无事、各行其是。现代社会消费者的情感宣泄和满足越来越从人际关系转向人与物的关系。人际交往技能的弱化和人际沟通渠道的减少,迫使人们转向与物发生情感关系(DIT,收藏、装饰、购物等),另一方面,对消费品的热情反过来进一步削弱了人际交往技能和人际情感。购物的激情取代了交往的激情,消费的技能代替了沟通的技能。这种人际情感和人际关系疏远化,导致“情感服务”(心理安慰,热线电话,陪聊女郎等)作为消费品推向市场。这种市场化的情感社会支持方式,是现代社会中人际情感关系淡化的产物。

11.2.2　体验经济

2000 年《哈佛商业评论》提出“体验式经济时代已经来临”,而首先提出“体验经济”(the experience economy)概念的 Joseph Pine II 和 James H. Gilmore 宣称“我们正在进入一个经济的新纪元:体验经济已经逐渐成为服务经济之后又一个经济发展阶段”①。

(一) 自我实现

Pine 认为从“穴居时代”结束以来,人类的经济生活,经历了三个发展阶段:农业经济,工业经济,服务经济,现在进入了第四阶段:体验经济。体验是第四种经济提供物。它是从服务中分离出来的。在体验经济中,企业(体验策划者)不再提供商品或服务,而提供一种让客户身在其中的体验,充满了感性的力量,给顾客留下难忘的愉悦记忆。体验是以每个人以个性化的方式参与其中的事件,当体验展示者的工作消失时,体验的价值却弥留延续。在体验经济中,客户不是为产品和服务,而是为时间付费,当他购买一种体验时,买的是时间和享受,使一般时间变为自由时间。体验之所以比服务值钱,是因为体验的内容是自我实现,是自由(自我实

① Joseph Pine II & James H. Gilmore《体验经济(中译本)》,机械工业出版社,2002, pp. 10—15.

现即自由)。

Ansaly 教授提出 SEMs(Strategic Experiential Modules 战略体验模块)将体验分解为感觉体验(Sense)、情感体验(Feel),创造性体验(Think),身体体验和全部生活方式(Act)社会特性体验(Relate)五个分支。

比如,在迪斯尼乐园、拉斯维加斯赌城进行的体验,就是处于娱乐体验,教育体验,遁世体验,美学体验是各纬度交会的甜蜜地带(sweet spot)。冲浪,漂流、攀岩、蹦极等体育娱乐项目也是一种体验设计,使参与者感受一种高峰体验(peak experience)。在陶吧自己设计制作一只具有个性的杯子,在编织社自己编一顶特别的帽子也是一种体验。微软操作软件的新版本命名为 XP(体验的缩写),惠普的新战略是 TCE(整体客户体验,total customer experience)。

(二) 爽(flow)

芝加哥大学的 Mihaly Csikszentmi-halyi 将"以自身为目的的"(autotelic)活动的自由自在的投入体验,称为 flow。相当于马斯洛在刻度自我实现程度时用的"高峰体验"(peak experience)。国内学者都把 flow 译为"畅",网络评论家姜奇平认为应当译为"爽"。因为"爽"是一个实际在用的词,比"畅"更贴近 flow 的本义。"畅"更像是公路交通用语。flow 就是小男生小女生常说的那个"酷毙了"、"帅呆了"①。

人们的传统社会思维定势告诉我们:吃喝玩乐是低档次的事,玩游戏是无聊的事;网吧让人无所事事中消耗生命;青年学生追星不可理喻;酷毙了、帅呆了,是一种非理性的感觉;正经人不会把"爽"当成高于工作的标准……所有这些非正经事的东西,没有价值,更不用说发展成经济的主体。

但是事实的发展却与我们的常理形成强烈反差:

美国有关统计表明。有 19% 的互联网用户会在网上玩游戏:在按访问量排名的 100 个网站中,有希望战胜国体育网站;在中国2 250万上网用户中,有 19% 的用户参与网络游戏,形成网上很大的消费群。日本手

① 姜奇平:《体验经济:来自变革前沿的报告》,社会科学文献出版社,2002,第 294—299 页。

机游戏市场份额在2000年已达到400亿日元，连翻10倍，另外，日本结合游戏功能的小家电产品更是不胜枚举，游戏周边产业逐渐赶上游戏主业。

这将意味着另外一种价值产生的方式：休闲将会成为第一位的经济活动（如美国），游戏可以成为第一大支柱产业（如日本）。人类将进入体验经济时代。如果我们把体验定义为产消合一，是消费与再创造的结合，那么，行为就是“在消费中生产”。

受传统正统观念的指导，我们经常把“与投资无关”的投机，简单当作非理性的心理行为，当作破坏性的主观体验，而与正面的价值创造对立起来；在问到互联网到底有什么用时，大多数人把“玩游戏”归入无用之列；谈到休闲，人们更多是把它当作消费，而不是另一种更具深意的体验，等等。对商人来说，这涉及一个重要的商业判断，如果钱不应当从这里来，也不应当往这里去，就应避开这里，反之，则要向这个地方渐进。行为经济学，实际是把商人的这个问题理论化，好比下围棋，看透几十步后，告诉商人，从眼前出发，哪个方向行棋有价值，哪个方向行棋没有价值。

体验这个概念也来自心理学，但是，体验的含义远远超过了心理范围。“体验”这个概念最闪光的意义在于，它是“生产与消费合一”这种现象的经验描述。这是托夫勒总结的信息经济的核心价值观念，它同时又是通向一个不同于工业市场的巨大信息市场的门户。体验就是满足消费者的“爽”。

（三）重塑价值创造主体

日本游戏业取代汽车业成为第一大产业，就是很好的例子。体验和服务有什么区别呢？服务也是生产者与消费者的互动与结合，但服务以生产者为价值创造主体，消费者只是“被服务”。体验则以消费者作为价值创造的主体，是真正的以消费者为中心的产消合一。服务遵循的规律，仍然是生产者的经济人理性；但体验遵循的，是消费者的行为理性，甚至非理性。它的价值，从它自身看是确定的，但从生产者角度看，则是不确定的，因此才有“非理性”的说法。用“非理性”形容消费者价值选择，实际是一种带有工业文明色彩，站在生产者立场上的歧视用语。消费者行为背后自有确定的逻辑存在，对他们自己而言，并不是主观的、非理性的。

只是由于这种逻辑超越了工业文明的范畴，才成为从生产者经济人理性角度看是不可理解的。消费者价值确定的客观逻辑，指向的是对自由的高峰体验。

经济活动是满足人类衣食住行和更高需求层次的活动之一，不同的经济发展阶段为我们提供的“衣、食、住、行”，表现出实质性的差别。例如，火柴盒式的住房和T-型汽车是工业经济为我们的衣食住行提供的电信解决方案，而“体验经济”提供给我们的典型解决方案这是高度个性化了的“超现实主义住宅”和“表现主义服饰”。现实经济发展以及进入了能够普遍地、大规模地满足马斯洛所说的最高需求层次——“自我实现”(self-actualization)的阶段。在体验经济中，企业不再是生产商品(commodities)，企业成为“舞台的提供者”(stagers)，在他们精心制作的舞台上，消费者开始自己的惟一的，从而值得回忆的表演。在体验经济中劳动不再是体力的简单支出，劳动成了自我表现和创造经验的机会，典型如“网页制作”，劳动者需要发挥极大的想像力和艺术探索精神(因为要从千百万各具特色的网页中凸现出来)，需要深入理解阅读的视觉(以及“多媒体”感受)、语言、心理过程，更需要洞察社会文化风土人情，需要尽可能丰富的各类知识，于是网页制作便转化为自我表现和创造体验的机会。体验经济更深刻之处在于，体验的舞台提供者必须尽力使体验超越“体验本身”(inspiration)，这将是一种升华①。

在这一视角下，五光十色的互联网运动只不过是即将到来的体验经济的准备阶段。再过10年，网上长大的一代，被称为“e-generation”(e-代)将主导我们的社会，他们中许多人接受互联网狂潮的洗礼，经历了眼下的幻灭和磨炼出更成熟的思考和信念。它们的经济社会文化，被概括为“e-文化”。能够适应e-文化的企业，将取代无法适应e-文化的企业。在这种状况中，传统理性可能会遇到更大的冲突。

① 汪丁丁：专文推荐，见Joseph Pine II & James H. Gilmore《体验经济(中译本)》，机械工业出版社，2002，第248—251页。

11.3　判断和决策失误的行为经济学分析

人作为一个有思维、有情感;有理性、有直觉的多维综合体,在理性的决策过程中,不仅人们的情感会经常地破坏对理性决策必不可少的自我控制能力,而且人们的理性也无法完全把握所遇到的问题。因为,人们所面对的事物是如此复杂多样,信息是如此不完全、不对称,人们的理性是很难对自己所观察到的事物做出有效的归纳。人们只能用简单性的原则让自己生成错误的认识。其结果,人们可能借助更主观的测量方法,在做决策时按既有的认知定势而行事。正如 Kahneman 所指出的,理性模型的失败并不是因为它的逻辑有问题,而是因为它所要求的人脑是不实际的。假如有一个脑袋能像模型要求的那样运作,那么谁能设计它呢?如果这样,那么我们中的每一个人都必须知道和精通任何事情,而且是无一遗漏。也就是说,传统的经济学假设没有建立在现实人的基础上。而且,以传统理论之标准,在不确定性条件下,人们在决策过程中非理性的行为也就不可避免。但是,人们的行为尽管在传统意义上并不总是理性的,但它们是有章可循的。因此,正如希勒所说的,"非理性既非致命错误,也不会立即损害自己。"正因为有规律的决策过程是可以预料的,所以没有理由认为由于人们的行为不完全符合严格的理论假设就认为是随意和错误的。如果人们在决策时总是理性的,也就不需要那些增强人们自我控制能力的机制了。

11.3.1　行为经济学解释管理者选择不明智决策

经过近四十年的发展,商务战略的理论已经完善并得到了广泛的传播。波特(Michael E. Porter)、明兹伯格(Henry Mintzberg)等学者在战略方面进行了大量开创性的研究。大多数高层管理者都接受过战略方面的训练,一些大公司也设有专门的经验丰富的战略部门。

然而为什么在现实的商业社会中还会充斥着错误的战略决策呢?有缺陷的分析、过分的野心、贪心以及企业积习都有可能导致这种结果,但这些不是我们在这里探究的对象。相反,这里关注的是影响到每一位决

策者的因素:人脑。

人脑是一个令人惊叹的器官。科学家们通过脑电图技术揭示出的大脑内部运行的奥妙越多,人们对大脑神奇能力的了解就越深入。但是大脑也并非像我们想像的那样,它不是一部完全理性的计算器。在经过了几千年漫长的进化后,它已经有了很多捷径、简化、偏见,甚至是一些不良习惯。可能其中的某一些东西还帮助早期的人类在非洲的热带大草原中生存下来。在那个时候,如果一种动物看起来像野兽,而且其他人都去追赶它的话,那它肯定能当午餐了,但是这种逻辑放到今天就可能产生问题。除天性外,大脑的缺陷还可能来自后天的教育和社会活动。但撇开造成大脑缺陷的根本原因不谈,大脑本身就可能产生迷惑理性的决策。大脑的上述不足引起了社会学家,特别是行为经济学家们的浓厚兴趣,后者发现现代经济学隐含的假设(如人在决策时是完全理性的)并不能说明看到的现象。由于商业决策背后的大部分理论是基于理性的微观经济基础上的,任何战略决策者都应该关注行为经济学。

行为经济学的知识已经被用于解释不明智的商业决策,尤其是投资决策。一些私有股份制企业已经成功地改进了投资流程以抵消行为经济学家们预言的种种人脑偏见的影响。无独有偶,行为经济学还被运用到个人理财中,提供了一条比股票投资指南更易于操作的增值途径。但是,行为经济学尚未渗透到日常的战略制订过程中去。

我们旨在通过突出行为经济学中能够很好地解释不明智的战略决策的八种缺陷来补充一些原有的战略决策中所忽视的因素。每种缺陷都可能把我们引入歧途,得到错误的结论从而增加了决策行为的风险。

有些例子集中在"dot-com"时代,这可以说是一个值得人们好好学习的时期。但是你也别以为今后再也不可能发生类似的愚蠢的战略决策了。行为经济学家们明确地指出:事实上,就本质而言,人们在1990年代末期犯的决策错误和他们在过去,甚至是未来犯的错误没什么两样。

缺陷1:过分自信

大脑的设置就是要使人们的自我感觉良好。这可以说是件好事。比如,没有充分的信心通常无法开创事业。只有少数创业会大获成功。如果大脑不能激发人们对自身能力的十足信心的话,这个世界就不会像今

天那么丰富和富足。但是它也有不利的一面，这在制定和判断战略决策时显露无遗。

大脑对于自己作出精确估计的能力尤为自信。行为经济学家们仅用简单的测验就证实了这一点：比方说让接受试验者猜猜一架满载的大型喷气式客机的重量或者是尼罗河的长度，并给出一个他们认为有90%的把握的区间，而不是精确的数值。比如，尼罗河的长度在2 000到10 000英里之间。一次又一次的实验表明参与者总是陷入同样的陷阱：不是做保守估计，给出区间大一点的答案，而是选择不包括正确答案的小的区间。大多数人都怕给出一个宽泛的区间会显示出自己的无知，事实上，两者之间根本风马牛不相及。但是我们中的大多数人，宁可错得彻头彻尾，也不愿意接受大致正确的结果。

在评价个人能力时，我们也容易过分自信。这对于建立在核心能力评估基础上的战略决策尤其突出。比如，几乎所有的金融机构都认为自己的品牌价值高于本行业的平均水平。

和过分自信相关的还有过分乐观。除了金融管理者那样的职业性的悲观者以外，我们都比较乐观，做出的预测也总是靠近乐观的、前途光明的一端。由于战略制定是建立在对未来的预期上的，而这些预期大多不切实际、过分乐观，因此过分自信和过分乐观这一对孪生兄弟就有可能导致致命的后果。

但对大脑的过分自信也不是束手无策的。

在更宽泛的情境中检验战略。但不要让经理们进行三选一的决策，因为这样他们往往会选择安全系数大的方案，走中庸之道。考虑到这一点，英荷壳牌石油公司（Royal Dutch/Shell）的情景设计专家一贯坚持最终选择一定要在两种或四种选项中产生。

在最悲观的情景中再加上20% ~25%的下滑趋势。由于人们的乐观趋向，悲观情景出错的概率要高于乐观情景。伦敦的Lloyd's保险公司（付出了高昂的代价才认识到这一点）强调必须检验市场承受一连串严重打击（比如两架波音747客机在伦敦市中心的上空相撞）的能力。验证Lloyd's应付这些情况的适应性有助于其处理“9·11”事件，建立相应的准备金和再保险。

在战略决策中加入更多的灵活性和备选方案，使企业能够在不确定性降低的情况下收放自如。同时，对假设情况确定的战略保持怀疑的态度。

缺陷2：心理账户

行为经济学的先驱 Richard Thaler 创造了“心理账户”的术语，并定义为由于对金钱的来源、保存地点和如何使用的认识差异而导致的人们对金钱不同的分类和支配倾向。比如，把赢来的钱悉数输光的赌徒承认：如果见好就收的话，他们可能和现在相比更富一点。但他们还是认为自己实际上没有损失任何东西。

心理账户普遍存在于企业中，不论是最保守的或是最理性的企业概莫能外。下面就是这方面的一些例子：

（1）没有像留意损益账户中的支出那样关心重整过程中的支出的价值；

（2）对核心业务设置成本上限，而新的项目没有支出的限制；

（3）建立新的支出项，如收入-投资支出或者所谓的战略投资；

这些例子无一不是因为在归类方法上有问题，而欠考虑，却又意味着企业实实在在的成本。这些错觉背后的战略意义重大。以成本上限为例。在网络盛行时期，一些金融机构在核心零售业务方面面临着严格的投资限制，不论该提议本身有多合理。与此同时的新兴互联网业务却没有任何限制。这些银行现在只能注销他们在网络投资中的大部分损失，并扭转在核心业务上的投资不足。

如果你能坚持一个简单的规则，那么避免心理账户陷阱会容易一些。即不管被归入哪一类，每一元人民币的价值完全相等。你要确定所有的投资的评估标准一致，还要当心那些被重新归类的支出。最后，对那些标榜战略性的投资要特别谨慎。

缺陷3：对现状的偏爱

在一个经典的实验中，学生们被要求回答他们处置一笔假设的遗产。其中一些“得到”的是价值几百万元的低风险的长期债券，学生选择保留这些钱而不做其他投资。剩下来的人“拿到”的是风险稍高的有价证券，他们的投资决策同刚才的一批同学一样。显然，这一实验中学生的资金

分配的决定因素是初始的分配，而不是个人的风险偏好。人们倾向于保持原状。对现状的偏爱的一种解释是对损失的厌恶。关于收益的预期的满足程度远不及对损失的风险的担忧来得强烈。学生们害怕把这些有价证券转作其他投资可能会减少这笔财富的最终价值，这种顾虑阻碍他们做出理智的选择，即重新平衡投资组合。

还有一种类似的偏爱，“赋予效应”（endowment effect）使得人们非常不乐意放弃已经属于他们的东西。既得的事实使得人们为已经拥有的东西赋予了更高的价值。如前文描述的 Kahneman 所做的关于杯子的实验证明了赋予效应的存在。

对现状的偏爱，对损失的厌恶以及赋予效应可以导致多种不佳的战略决策，这种心理状态会使 CEO 们不愿意出售业务。麦肯锡的调查显示剥离业务的做法是一种通常被忽视的重要的潜在增值来源。CEO 们可能会问，万一我们卖的价钱太低不是让收购者捡了个便宜吗，岂不让他们耻笑我们的能力？但是成功的转变，就像 1980 年代 Bankers Trust 将其在纽约的所有营业网点统统出售的例子，往往要求和现状做一个彻底了断，重整业务组合。

在转变资产分配时，上述效应同样会产生负面的影响。在欧美股市不断创新高的时候，英国的 Purdential 保险公司认为股票的价值被高估，并大胆地决定将资金转向债券以达到平衡。而英国许多别的人寿保险公司不愿意打破现状的结果，后来不得不面对保险公司偿付能力大幅降低的窘境。

但并不是说现状总是有问题的。众多投资顾问认为最好的长期投资策略就是买进并持有股票（行为经济学家们会补充一点：几年里都不要去查看这些股票的价格，免得在看到价格下跌的时候心里不舒服）同样，在金融服务领域里，最大的战略资产就是谨慎和稳健。战略决策者面临的挑战在于把那些确实代表正确方向的现状和那些由于固有的偏见而误导人们的现状区分开来。

战略决策者可用下面介绍的两种方法来区分现状。

用激进的态度看待所有关于投资组合的决策。审视所有的业务是否可以作为出售的对象。转变视剥离业务为经营失败的看法，反而应该把

它看成是一种更新公司投资组合的健康手段。对现状也必须进行风险分析。其实,大多数的战略决策者通常善于识别新战略的风险,但对于无法改变现状所引发的风险就没那么敏感了。

缺陷4:“锚定”效应

另外一种特别困扰大脑的缺陷被称为“锚定”效应。你想好一个数字,然后再估计一下某些事的数值,你会发现大脑的这一估计值和先前想的数字很接近。成吉思汗死亡的时间的实验最能说明这一现象。你先让一组人写下各自家庭电话号码的最后三位数,然后让他们估计一下成吉思汗死亡的年份。重复的实验表明两者有相关性;人们一般估计他生于公元10世纪,但事实上他生于1162年,卒于1227年。

对战略决策者来说,“锚定”效应也是一种有力的工具。在谈判中,卖方为标的指定一个高价,买方则会围绕这一初始价格进行讨价还价,这样可以令卖方得到一个比较有利的结果。在广告当中也有“锚”效应的用武之地。没有任何研究数据显示良好的历史记录和未来表现之间有什么必然的关联。通过彰显辉煌的历史纪录,管理者只不过是想在消费者心目中确立企业在未来的一流表现的概念。

不管怎么说,“锚定”效应,尤其是指对过去的深刻印象可能是战略决策者的大忌。很多决策者在决定投资的去向时很少想到会把资金投到牙膏行业,因为在他们看来,这是一个古老,且利润很薄的行业,而且既不高新,又不热门。其实牙膏行业毛利高达30%,浙江耐爱斯公司,在投资肥皂、洗衣粉获得成功后,大力投资做牙膏,挑战高露洁和宝洁,可谓独具慧眼。

除了要对其他人运用“锚定”策略不为所动,战略决策者应该从长远的角度考虑问题。关注过去20年到30年间的趋势,而不是两三年的;对于股票收益或利率之类的经济指标要从50年或75年的时间序列来看。一些率先察觉到网络经济泡沫的评论者就是把情况同先前的技术泡沫相比较而得出了结论。1920年代的广播股和1990年代的网络股有着惊人的相似就是一个例子。

缺陷5:沉没成本效应

在投资中,很常见的一个问题就是沉没成本效应。就是公司不断的

把资金投入收益率并不好的项目之中。当大项目出现计划或预算赤字时，原来的经济计划就无法维持，可是公司仍会继续追加投资来完成计划。

公司的执行官在制定战略计划时也往往会陷入沉没成本的陷阱。一些欧洲银行花费了庞大的资金想建立资产项目业务可以与那些全球的投资银行竞争。但事实证明，这并不是个明智的选择。对于这些银行来说，建立这样的战略决策被证明是异常的困难。在资产项目业务上，与那些大公司诸如高盛（Goldman Sachs），美林（Merrill Lynch）和摩根斯坦利（Morgan Stanley）的竞争中根本看不到任何希望。英国的这些银行已经开始采取痛苦的抉择来注销它们的投资，而其他的欧洲金融机构仍深深陷入这个陷阱之中。

为何躲避这个陷阱变得如此之难？一种解释建立在损失规避上：假设一个一亿美元的项目收益并不好，我们更情愿再追加一千万美元进去，而不是注销原先的一亿美元。另一种解释就是"锚定"效应：一旦经理们被一亿美元套住了，那多余的一千万在他们眼里就微乎其微了。

战略决策者如何来避免这个陷阱呢？

对增量投资进行全面严格的财务分析，仅仅从增量投资的方面来计算成本和收益。在本书中，我们就用这种方法来对付沉没成本假象。

时刻准备尽早取消战略性项目。在这个越来越不确定的世界中，公司往往会有很多战略选择。成功管理他们的证券组合就要及早取消那些失败的项目。越早从项目中抽身，就付出越少的沉没成本，也就越容易撤资。

对于战略投资来说，就像医药公司开发一个新的医药品种：仅仅当战略项目达到了先前的目标时，才能把资金继续投入下去。

缺陷6：追风行为

就像其他产业一样，银行业有着很明显的追风行为（羊群效应）。银行往往很容易在同一时间向同一公司贷出大量的资金。例如英国银行在1970年代给国有企业的贷款，1980年代给发展中国家的和近些时候给高科技、媒体和通讯公司的。银行很容易一哄而上。中国的银行业也有类似的情况，先是贷款给国有制造企业，然后一窝蜂地贷给高科技，通讯公

司,现在又抢着贷给基础设施项目和大学。

其实从心理学的角度来讲遵从其他人的行为和意见是人类基本的特性和公认的原则。沃伦巴菲特(Warren Buffett)就曾提到过这个陷阱,人们一向喜欢选择大多数人走的路来走,大多数 CEO 会认为,犯了巨大的战略错误并不可怕,可怕的是在这个行业中只有他一个人犯这个错误。

在网络公司盛行时代,我们都感到了羊群效应的痛苦。如果你质疑建立网上银行或在线经纪公司的可行性时,那你将会被认为是反对技术进步的人。同样在狂热的战略投资驱使下,你很想依靠自己的信息和分析进行投资,但羊群效应的压力是无法抗拒的。要想摆脱这个陷阱,就要采取一些必需的措施来应对竞争。你能想像一家银行没有自动取款机或一个很好的网上业务系统吗?但是这些并不是银行战略优势的惟一来源。你需要好好找出那些真正的战略优势来源要素。许多战略要素其实看来并不是很好,战略制定者的目标是找出公司的新的和不寻常的战略优势,而不仅仅是追随竞争者的策略,只关注指望改革观念的一些皮毛或是仅仅看到本行业的表面情况。

最初的改革方案草图来自于行业专家们。他们可能是正确的。但有时他们也会出现错误,这时只要你尽早结束错误的战略项目,公司的损失就会得到很好的控制,公司也将会收到巨大的回报。

缺陷 7:盲目乐观估计未来状况

用简单的话来说,究竟什么是盲目乐观估计呢?那是指当人们的环境发生巨大的变化时,他们不善于估计自己的前景究竟怎样。社会学家们指出,当人们经历环境的变化之后,他们的生活既不像他们想像的那样好,也不像他们想像的那样差。另外一个例子反映出我们真的很不善于对未来进行估计。尽管近二十年来中国保持了可以说是世界上最高的年均经济增长率,直到 SARS 肆虐之时,我们才发现,我们的公共卫生防御系统却是那么不相称的薄弱,尤其是农村,比赤脚医生的年代还退步了。

在商务世界中,另一个表现我们令人担优的判断能力的例子就是我们处理失去自主权的看法。经常有这样的情形,公司将自主权看成公司的生命,往往竭尽全力避免遭受并购的命运。但事实上有些并购是非常成功的。两个曾经是英国的大银行,Midland 和 National Westminster,都

在维护自身的独立性上苦苦挣扎。Midland 在 1992 年被汇丰(HSBC)收购,West 银行也在 2000 年被苏格兰皇家银行并购。这两个金融机构,并购后对顾客,股份拥有者及大多数的员工产生了积极的影响。员工们成为了管理良好、实力强劲和更受尊敬的金融机构中的一员。在 West 中,想要拥有独立性的"道德"不再存在。Midland 也实现了它作为一家独立银行无法实现的目标,成为全球大银行的一部分。

高层领导会经常的被指责为抵制决策权的丧失,其实主要原因是管理层和董事会的愿望是安于现状。他们往往有推辞,第一线的员工并不希望公司被收购或并购,他们多么的希望和现有的管理者共事。更深层次的精神要素看来是起作用了。在环境发生变化之后人们的确不善于预测自己的感觉,就像是公司的控制权发生改变,也就是我们个人的健康和财富的改变。

战略决策者如何避免这个缺陷?

在并购中,采用冷静且平和的心态来看。说的比做的容易?尤其是那些在公司已经工作了若干年的管理者和拥有一些个人股份的人,他们难以接受。假如你用一分为二的观点,使他们意识到被购并可能带来的好处,非管理者很容易接受这样的事实。

保持事物在未来的发展。不要对那些明显致命的威胁有过激的反应,也不要被好消息冲昏了头脑。在 1990 年代中期的伦敦劳埃德(Lloyd's)危机中的最高和最低点,总裁引用了马歇尔的一番话,在战争中,第一个兴奋的士兵带来的消息并不好也不坏,它仅仅是给决策的制定者带着人类特有的情感和理智在危机中前行提供了向导。

缺陷 8:错误的共识

人们往往会对于共有的经验,观点和理念形成一些错误的共识,研究表明有许多这样的原因,包括:

(1) 确认偏见,在搜寻材料和事实时,找到的都是支持自己观点的。

(2) 选择性回忆,只能回忆起那些支持假设的观点和经验。

(3) 偏见评价,很容易接受支持自己假设的那些证据,而对于那些反面的证据进行严格的评价或者索性给予拒绝。我们平时经常会认为那些批评者怀有敌意,并对他们的观点嗤之以鼻。

(4) 小组思考,在集体主义的文化中,小组讨论中容易对他人观点表示认同。

可能你经常会听到总经理会这么说:执行团队100%的参与了新战略的制定(小组思考),主席和董事会完全同意和支持我们的计划(确认偏见),我从经销商和顾客那里听到了公司新产品的好消息(选择性回忆),当公司一些分析员仍持消极观点时,会说这些小伙子草草成文,他们不能真正理解公司的业务,近来的报告又是如此肤浅和错误百出。(偏见评价)持这些假设的总经理们自认为正确却已经不知不觉陷人麻烦之中。任何的战略建议者都应该对这些错误的共识有准确的了解。总经理们必须欢迎挑战。

错误的共识是人类大脑中最有害的一个缺陷。它能使战略制订者忽视公司的重要威胁反而制定繁荣政策。这个陷阱真的难以克服吗?尤其是当这些战略的提出者是非常强势的个体时,我们就很容易被这些知名个体所影响而去模仿他们。假如这些人的观点正确就无可厚非,但如果相反,对战略决策就十分危险。

错误共识的影响可以通过以下几种方法来减小。

1. 创造出具有挑战的环境。在战略决策的讨论会上,管理团队必须提出开放的和有建设性的意见。批评应该被视为具有帮助的,而不是敌意的。总经理们和战略的建议者要倾听和理解对他们提出战略的批评,在行业内努力寻找反对意见,再则还有疑问,就必须对这些反对声音仔细研究,他们决不能无缘无故地把批评看做敌意或是缺乏理解力。

2. 确信进行有效的检查和在几个大人物之间取得制衡。总经理们必须严密注意那些重要人物,他们往往会把针对自己提案的意见置之不理,总经理也必须确信提案在被每个专家审阅的时候保持独立性。当然董事会也要小心严防独裁的总经理。

3. 不要仅仅追求审阅的结果,而是要知道意见的详细情况。在战略分析最初阶段要建立好多假设,提出一些相反的假设或者组织小组在每个关键分析上建立平等和相反的假设。由战略小组提议组成挑战小组来对战略中的缺陷进行更改。

关注大脑的思考的陷阱有助于决策者把握方向。所有的决策者都必

须像理解其他科学一样来理解行为经济学的内涵，但仅仅有理解是不够的，傲慢、贪婪和懒散都只会为将来的教科书又增加一些新的案例。知道了我们大脑中的这些根深蒂固的错觉，至少能帮助我们减少犯错的几率。

11.4　我们的幸福构建在什么基础之上

行为经济学奠基人 Kahneman 教授也在快乐心理学（hedonic psychology）方面做了很多研究，他的研究中有很多是基于对 Utility（效用）的讨论，Kahnaman 教授还提出了对 Bentham 效用观念的回归，并引出了对经济学研究的最终目标的新思考，那就是人们究竟是追求财富最大化，还是幸福最大化？关于这方面的最新研究成果，我们已经在 5.3 节中介绍了，在本节，我们将讨论作为普通个体——社会成员，我们应把我们的幸福建立在什么基础上[①]。

11.4.1　快乐是人类惟一的终极目标

幸福或快乐（happiness，hedonic）是一广义物质存在和消费为基础又超然于这种物质消费之上的一种主观精神感受。边沁是快乐思想的集大成者。边沁在总结前人立即的快乐思想基础上，结合快乐主义的道德原则，从伦理学角度创立了“最大多数人的最大快乐”这一利他的快乐主义思想原则。边沁说：自然把人类置于两个最高的主人支配之下，即痛苦和快乐。恰恰是它们，指示我们应该做什么，以及决定我们将要做什么。边沁是功利（一切有利于产生快乐的行为与事物都是好的）原则的创始人，由心理学的快乐主义发展到伦理学的快乐主义。本来，新古典主义与行为主义在古典主义时期，是同源的。那时人们并不区分快乐有何本质不同。到了马歇尔之后，快乐转义为可测度的效用；行为主义意义上的快乐，则被打入心理学，逐出了经济学师门。

如果说传统经济学的基本假设是经济人理性，行为经济学的基本假

① 本节较多参考了陈惠雄：《快乐原则：人类经济行为的分析》经济科学出版社，2003 年，黄有光：《经济与快乐》，台湾茂昌书局，1999 年。

设就是自然人快乐。效用主义是两者共同的源泉。在边沁时代,两者曾是一致的。后来,两者对效用(utility)的理解有了差异。经济人理性说的效用最大化,是指功利最大化。行为经济学也讲效用最大化,但这个效用是指快乐的最大化。Kahneman 对边沁效用的回归,实际是向边沁利他的快乐主义的回归,即批判经典经济学对经济人完全自私的假设,而假设人的有限自私。

快乐是人类行为惟一的终极目标。由于物质、信息不充分和利他原因,偏好存在着偏离人类快乐目标的实际困难。在现代人的功利境界局限下,基于偏好的选择,将可能导致最终的效用降低,并有越来越多的事实证明,基于偏好的效用原则越来越偏离人类的真正快乐目标——用损人的方式赚钱,又用损害健康的方式花钱。正是由于一些片面的偏好的存在,使得一些经济增长导致极大的生态环境损害,偏离真正的快乐,所以行为经济学家提出的对 Bentham(边沁)效用观念的回归有其合理性。按传统经济学来看,快乐在很大程度上属于"非理性",而在现代社会,特别是在体验经济时代,向快乐的回归才是合理的。

在今天,大部分人把争取更多的财富(金钱)作为工作和生活的目标,并为此努力发愤,拼命苦干,这相对那种安贫乐道,不思进取,无所作为,期望来世的人生态度应该是一种进步。客观上讲,财富(金钱)和快乐(幸福)还是有关系的。财富(金钱)是人类劳动的凝结物,有钱就具备了交换一切劳动产品的能力,而物质资料构成了欢乐的基础,金钱还可带来身心安全的心理感觉基础,"财大气粗"实际上是一种由金钱效用而表露出来的包含某种愉悦的心理状态;有钱本身也是一种快乐的心理消费,你数它,感觉它,记忆它,储蓄财物增强了人们对付环境变化的能力,行动信心增强,长期快乐指数提高。同时,有了钱后,原需要消耗生命的事可以用钱去做,这样可使有限的生命资源利用得更有效。由此可以说财富(金钱)是快乐的基础,但是,它只是快乐的必要条件,并不是充分条件。

有意思的是,人们的财富或收入的增加和幸福感的增加不是呈线性同比增加的。当人们对衣食住行的基本需求(basic needs)都得不到满足时,他们不太可能感到幸福。因此,在基本需求得到满足以前,收人每提高一点,都会使人感到更幸福一些。但是,在基本需求得到满足之后,收

人带动幸福的效应开始呈递减态势。收入水平越高，这种效应越小，以至达到可以忽略不计的地步。后面的情况，我们也可称作在过了拐点之后，财富（收入）带来的边际幸福效应递减。

在物质主义盛行的社会，人们有了更多的收入（金钱）后，随之也会产生更强更多的物质欲望，得到一样新东西的快感马上会被对更多东西的企盼淹没。被物质主义俘虏的人往往会暗想："那些拥有豪宅、名车的人真让人羡慕"，"如果我有钱买更多我喜欢的东西该多幸福呀"，"看到喜欢的东西却买不起真让人难受"，在物质需求得到满足时，人们反而产生了焦虑和物欲诱发的煎熬感。在消费主义导向的社会里，也许消费可以给一些人带来快感，但要在成千上万种商品中挑选自己中意的东西会给很多人造成"认知过载"（cognitive overload）问题；并挤压他们与家人和朋友团聚的时间。除此之外，在消费主义的氛围里，人际关系可能被买卖关系取代，金钱可能变成衡量一切事物的标准，市场中必要的猜疑态度可能演化为人生态度。

这些年来，中国最时髦的词汇是"增长"、"发展"、"市场"、"自由"、"民主"、"改革"、"转型"等。我们把它们作为目标苦苦追求。现有的经济理论和政治理论都错把手段当作了目标，陷入了"手段拜物教"。其实，人类追求的终极目标应该是幸福，其他一切不过只是手段而已。当财富（金钱）能够满足人们基本生活需要的情况下，健康、亲情、心态、环境等非金钱的因素对快乐的提高有更大的功能。2003 年春，中国遭受 SARS 病毒的袭击之中，人们被迫从纷乱和繁忙的奔波状态中返回家乡，返回家庭，返回书斋，反思我们的制度，反思我们的目标，反思我们的行为方式，对于上述生命的终极目标，有了更切肤的认识。

1. 健康应该列入快乐变量的第一要素。健康的身心机能是人们欲求快乐，感知快乐、获得快乐的必要条件。饮食，锻炼，休息，都是为了人们有个健康的体魄，并且健康的生命存在直接就蕴含着快乐。个性与身心健康能够使人们获得快乐的内容更加丰富（兴趣扩大），能够使人们获得快乐的时间延长，从而提高整个一生的快乐。而健康又能使人的寿命延长，使人们累积的快乐量大大增加。

2. 亲情也是快乐的重要源泉。纵向的亲情（父母与子女之间）关心

能够给人们带来照顾与被照顾、爱护与被爱护的快乐。中国人讲的天伦之乐，就是指这种家人之间的快乐情形。纵向亲情还体现在人们对于未来生活期待与生命的假想延续以及儿女继承父母事业诸方面。横向亲情（夫妻之间），夫妻间建立起良好的家庭生活的分工合作，弥补了个人生活能力的不足，夫妻间的生活沟通能够弥补心理缺失，缓解工作压力，给生活带来很大的愉悦。而且不设防的家庭环境对于工作环境中因竞争而产生的心理扭曲和压抑是一种极大地释放。

各国在各个时期的研究发现，婚姻关系稳固、家庭关系谐调，邻里关系和睦，朋友来往密切是人们感到幸福的主要原因。相反，感到不幸福的人往往是经历了离异、分居、丧偶和孤独的人。例如，有好几项独立的研究证明，一个人朋友的数目比其个人收人或家庭收人更能预测他/她是否感到幸福。

3. 环境是满足人们快乐需要的第三要素。环境不仅是人类生存、发展与财富生成的基础，而且是满足人类消费需要的最重要的资源和物质对象。环境具有直接的福利意义，青山绿水蓝天本身就能够给人们带来取之不尽的快乐享受，而且是不用支付人类生命成本就能够直接得到的快乐。在人们丰衣足食后，环境就具有更加凸现的福利意义。

4. 心态也常常影响到人们的快乐程度。古语说“知足长乐”，在现代生活中常被人们视作一种安于现状，不思进取的消极生活态度。其实，这其中包含了合理的心理调适过程。现实生活中人们的快乐或幸福程度，在很多情况下是一种相对比较后的心理感受，人们会把自己的现状与自己的过去相比，也会把自己的状况与周围群体的状况进行比较，由此产生满足或失落，进而产生快乐或痛苦。

其实，由于人与人之间在先天遗传、后天环境诸方面存在差异，使得每个人选择生活道路与对周围世界的态度方式都很不相同，这些因素就影响人们物质财富的状况。然而，无论是穷人富人，可以各有各的快乐，只要温饱解决，实际的快乐指数差异根本没有财富差异的程度那么大。富人可以享受支付和奢侈的快乐，享受挥霍和炫耀的快乐，穷人（当然不包括赤贫）也可以在健康、亲情、闲暇、友谊、宗教等方面获得许多快乐。另外，不少人所获得的财富或地位的成功后带来的快乐，其实是以在一段

时间里牺牲其他快乐(如背井离乡,远离家人;节衣缩食,挑灯夜读;没有闲暇,没有娱乐;甚至夜不能寐,透支生命)为代价换来的,而这一点人们在比较时常常被忽略。而如果人们能抱有一种坦然的心态。认识到快乐的多层次性,丰富性,也就会有较大的快乐感。

除了上述四点之外,顺利是心灵中一个非常有力的原则,并且是快乐的一个必然的来源。有日常行为所带来的顺利的快乐,并不在于精神的激动,而在于精神的顺畅活动。所以人们会把"诸事顺利"当作一种美好的祝福,而当事人如能在计划推进的过程中较少阻碍,较少节外生枝,达到预期的目标,也会产生很大的快乐①。

11.4.2　公平也是快乐的源泉

公平也是快乐的源泉。尽管人类应该不只是一个经济动物,但当人们发现自身的收入处于不公平的处境时,别人的收入提高,即使本身收入不薄,幸福感也会随风而去。显然,只有在公平之下,幸福才会随财富增加。

边沁认为,对快乐的追求是人的一切行为的潜在指导者。我们不能把人们为满足自我快乐需要的行为简单地定性为自私行为。追求"自我"的快乐满足是人类行为与观念的永恒的合理存在,满足个人的快乐要求是人们所有行为的动因与归宿。人们的快乐,并不局限于物质需要的满足,很大程度上还来自于精神层次的满足,学者的研究表明 GDP 相差很远国家之间的快乐水平仍然可以是相近的。典型的如新加坡和印度,生活满意度调查显示同属一个满意度层次,两者的实际快乐水平十分接近,快乐研究专家们用宗教解释了这一现象。而东亚国家经济水平并不是最低的,但东亚人的快乐水平特别低,这与在东亚占主导的儒家文化大有关系。儒家文化讲苦感,提倡克己、安分、抑制欲望,主张以苦为乐,以苦为荣,又提倡循规蹈矩,遵循传统,比较漠视创新行动。儒家文化中"对享乐主义追求是被认为没有价值的,甚至是可耻的",这种文化贯彻

① 黄有光提出的快乐 4F 要素:信仰(faith),健康(form),家庭(family),朋友(Friend)。

到组织中,便演化为忽视个人自由和快乐的制度力量①。

发展慈善事业,也可以起到增加全社会幸福感的作用。慈善事业是将财富从富人手中转移到穷人手中。按经典经济学的假定,富人减少财富,是一种损失,他们的幸福感会减少。但事实上乐善好施是使人高兴的一件事。富人们减少一些钱损害并不大,但帮助了别人,可以使自己精神上更满足。而且一个正常的社会对乐善好施的人都是充分肯定的。如果对参与慈善活动的人给予表彰,出钱的富人更得到一份满足感。所以慈善活动中对于施惠一方是能够增加幸福感的。对于受惠一方的穷人,他们生活有困难,得到物质上的帮助,解救了一时之难,当然会增进他们的幸福感。不但从物质上,受惠一方在精神上也会感到温暖。一个穷人在地上捡到100元钱,和从慈善家手中接到100元钱,其感受是不同的。后一种情况他还会感到人世间的关怀。一朝发迹,说不定他会回报于社会,整个社会从慈善事业中得到和谐协调。

追求个人快乐满足有时和利他也并不矛盾,对于真正有利他心的人来说,帮助别人常常有一种快慰与满足,帮助别人,让别人快乐,他们自己也得到了快乐。这些人为自己的快乐愿望而展开了各种利他主义活动,"为别人"而实现着"自己的"快乐满足,这就是利己与利他的统一。

快乐的含义随着时代的变化而变化,在自给自足的农业经济中,有吃的就是快乐;在社会化的工业经济中,有钱才有快乐,发展才是快乐;在体验经济中,吃饱了且有钱,仍然可能不快乐,有创造性,自我实现了才是快乐。

经济人理性,强调人是工具,先是新教理论,把个人当作实现上帝的手段;接着是资本主义,把人当作实现利润的手段。对经济人理性来说,"放松和自由"是没有价值的,是对价值的一种消耗。行为经济学反对的,就是主流经济学这一点。休闲应是快乐的一个很重要的方面。亚里士多的在他的《政治学》曾提出这样的命题:"休闲才是一切事物环绕的中心"。著名德国思想家席勒也说:"只有当人是完全意义上的人,他才

① Robert A. Cummins,转引自陈惠雄:《快乐原则:人类经济行为的分析》经济科学出版社,2003,第283页。

游戏，只有当人游戏时，他才是完全的人”。马克思也认为：“衡量财富的价值尺度将由劳动时间变为自由时间。因为增加自由时间即增加个人得到充分发展的时间。”有休闲时间应是现代人们快乐的重要标志。

经济学家研究快乐的约束条件表明，人们行动的交易费用为正，为获取快乐需要支付有限的生命成本。随着收入的增加，由收入带来的快乐的边际效用递减，而生命成本递增（劳动供给曲线向后弯曲）。所以，要注意生命成本与快乐效用之间的均衡关系。一些偏好会增加生命成本支出，并反而会降低快乐的效用[①]。

健康，亲情，环境，心境，最终的人类将不会脱离原始人类生活快乐的基本要素，并将最终回归到这些对生命幸福（快乐）具有最根本、最经济意义的自然要素的重视。这就是人类生活本质的简单性，这就是人的生物统一性，是我们个体追求和维持的人生目标，也是未来经济学研究的最终目标之一。

① 陈惠雄：《快乐原则：人类经济行为的分析》经济科学出版社，2003，第277页。

后　记

本书的最后完稿是一个真正意义的跨学科团队通力合作的结果。这个复旦大学管理学院团队小组的合作有一些偶然的成分，但也有不少隐含的必然因素。企业管理系的教授薛求知博士长期以来从事国际商务和跨国公司的研究，但也对用社会心理学解释国际大公司高层管理者的行为感兴趣。Exxon—Mobil(Shanghai)公司的黄佩燕小姐，在复旦大学读产业经济学研究生时，曾参加芝加哥大学商学院心理学教授奚恺元在中欧管理学院开设的行为科学讨论班，由此产生对行为经济学的兴趣，并在薛求知博士指导下完成了以“行为经济学的发展及其应用价值”为题的学位论文。市场营销系的教师鲁直博士，2000 年以“不确定性证券投资决策中追风行为的实证研究”的博士论文在华东师范大学心理学系获理学博士，目前作为主持人负责国家自然科学基金青年项目：“中国证券投资者追风行为的实证与对策研究”。财务学系的张晓蓉教师，2000 年在美国麻省理工学院斯隆商学院进修时，就对行为金融学产生了兴趣，现在正以股票市场的泡沫为对象进行博士论文的研究工作。正是这种多学科的背景以及对行为经济学的共同兴趣，使我们合作撰写了一本多学科交叉为特点的行为经济学著作。

本书由薛求知博士设计了全书的框架和大纲，然后四人分别承担和撰写了个人相对擅长和熟悉的相关章节，其中有多次的讨论和电话及e-mail的沟通，研究生陈静，赵诚协助进行了部分外文资料的整理工作，最后由薛求知进行全书的统稿和部分的改写。复旦大学出版社副总编辑刘子馨先生凭着学术的敏感和出版人的睿智对本书的出版予以了积极的支持和帮助，使我们不敢有所懈怠。写书期间正是 SARS 在中国肆虐之时，出差的限制和授课的减少，使我们退回书斋，正好在学期进行中获得了一段较为完整的时间，而潜心研读和写作，也使我们远离了恐慌和无聊。

行为经济学由于其奠基人 Kahnaman 教授获得 2002 年度的诺贝尔

经济学奖而在国际学术界声名大振，但在英文文献中除了论文集外，我们尚未收集到完整的专著。中文的专门的行为经济学的出版物到我们完稿时也尚未见到。尽管我们对此理论也是涉入不深，但还是斗胆写了此书。本书的理论部分，我们主要以忠实介绍为主，并有一些评述，而应用部分则呈现了我们近年运用行为经济学所作的一些实证和实验工作，及应用行为经济学对企业和个人的决策的分析和建议。尽管也是竭尽全力，但错误在所难免，还请学术高人赐教。

对行为经济学的研究最大的感触就是人的行为的多样性和不完善性，同时也对那些所谓“不可理喻”的行为多了一份理解和宽容。对于与人的理性并存的另一面——人的非理性，我们实在认识得还非常有限，但我们应积极去认识。波普尔说的是对的：“科学能作出真正的发现，甚至同意在发现新世界时，我们的理智战胜了我们的感觉经验。但我不去犯巴门尼德的错误：拒绝承认世界上五彩缤纷、千姿百态、各不相同、变化不定、难以形容的万物是实在的”。

薛求知

2003 年 6 月于复旦园

主要参考文献

[1] Adam Smith(1759/1892)《The theory of Moral Sentiments》New York: Prometheus Books P311, 转引自 Colin F. Camerer, George Loewenstein "Behavioral economics: Past, Present, Future", Draft.

[2] Akerlof, G. A. & Yellen, J. L. (1990) "The fair wage-effort hypothesis and unemployment" *Quarterly Journal of Economics*, 105(2), pp. 255 - 283.

[3] Baker, G., Gibbs, M., & Bengt H. (1994) "The wage policy of a firm" *Quarterly Journal of Economics*, 109, pp. 921 - 955.

[4] Banks, James; Bundell, Richard; Ranner, Sarah, (1998) "Is there a retirement-savings puzzle?" *American Economic Review.* Vol. 88(4). Pp. 769 - 788 September 1998.

[5] Barberis, N., Huang, M., & Santos, T. (2001). "Prospect theory and asset prices" *Quarterly Journal of Economics*, 116 (1), pp. 1 - 53.

[6] Best, J. B., 1992. Cognitive Psychology. 3 rd ed. West Publishing Comp, St Paul.

[7] Bettman, J. R. (1979), An Information Processing Theory of Consumer Choice Addison Wesley, Reading, MA.

[8] Jeremy Bentham The principles of morals and legislation New York: Macmillan, 1948 (1789 年最初发表).

[9] Camerer, C. F. (2002) Behavioral game theory: Experiments on strategic interaction Princeton; Princeton University Press Draft.

[10] Camerer, C. F., Babcock, L., Loewenstein, G. & Thaler, R. (1997). "Labor supply of New York City cab drivers: One day at a time." *Quarterly Journal of Economics*, 111, 408 - 441.

[11] Chris. Hsee (1995) "Elastic justification in decision making: How tempting yet task-irrelevant factors influence decisions?" Organizationul Behavior and Human Decision Processes 62 pp. 330 - 337.

[12] Maurice E. Schweitzer, Christopher K. Hsee (2002) "Stretching the Truth: Elastic Justification and Motivated Communication of Uncertain Information" *Volume* 25 *Issue* 2 *Journal of Risk and Uncertainty* pp. 185 - 201.

[13] Chris. Hsee, Yu, F., Zhang, J. (2002) "Medium Maximization" *Journal of*

Consumer Research forthcoming.

[14] Christopher K. Hsee (1996) "The Evaluability Hypothesis: An Explanation for Preference Reversals between Joint and Separate Evaluations of Alternatives" *Organizational Behavior and Human Decision Processes* 67, No. 3, pp. 247 - 257,

[15] Colin F. Camerer, George Loewenstein "Behavioral economics: Past, Present, Future", Draft.

[16] D. Kahneman, Perter P. and Sarin, R. "Back to Bentham? Explorations of experience utility", *Quarterly Journal of Economics*, 112 (1997), pp. 375 - 405.

[17] Dan Ariely, Dan Zakay(2001) "A timely account of the role of duration in decision making" Acta Psychologica 108 pp. 187 - 207.

[18] Dan Lovallo and Daniel Kahneman (2000) "Living with Uncertainty: Attractiveness, and Resolution Timing" *Journal of Behavioral Decision Making* 13: pp. 179 - 190.

[19] Daniel Bernoulli (1954), "Exposition of a new theory on the measurement of risk". Econometrica vol 22, pp 3 - 36, Bernoulli (1738), *Specimen theoriae novae de mensura sortis*, *Papers of the Imperial Acadamy of Science of Saint Peterburg*, vol 5, pp. 175 - 192.

[20] De Bont, W. and R. Thaler (1985) "Does the Stock Market Overreact?" *Journal of Finance*, *July* 1985, pp. 793 - 805.

[21] Easterlin, R. A. (1974) "Does economic growth improve the human lot?" Some empirical evidence In: P. A. David & M. W. Reder (eds), Nations and households in economic growth: Essays in honor of Moses Abramowitz pp. 89 - 125 New York: Academic Press.

[22] Ellsberg, D. (1961). "Risk, ambiguity, and the savage axioms" *Quarterly Journal of Economics*, 75 pp. 643 - 669.

[23] Eugene F. Fama. (1970) "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work" *Journal of Finance*, 25 pp. 383 - 423.

[24] Froot, Kenneth A; Dabora, Emil M., (1999) "How are stock prices affected by the location of trade?" *Journal of Financial Economics*. Vol. 53 (2). pp. 189 - 216 August.

[25] George Loewenstein "Anticipation and the Valuation of Delayed Consumption" *The Economic Journal*, Volume 97, Issue 387 (Sep., 1987), pp. 666 - 684.

[26] Gilboa, I. & Schmeidler, D. (1995). "Case-based decision theory" *Quarterly*

Journal of Economics, 110, pp. 605 – 639.

[27] Gourville, John and Dilip Soman (1998), "Payment Depreciation: The Behavioral Effects of Temporally Separating Payments from Consumption", *Journal of Consumer Research*, 25(2), pp. 160 – 174.

[28] Hersh M. Shefrin, Richard H. Thaler (1988) "The behavioral life-cycle hypothesis" *Economic Inquiry* XXVI pp. 609 – 643.

[29] Jon Elster, George Loewenstein (1992) "Utility from Memory and Anticipation" pp. 213 – 234 "Choice over Time" Russell Sage Foundation Due/Published November 1992.

[30] Kahneman, D. & Tversky, A. (1982). "On the study of statistical intuitions" In Kahneman, D., Slovic, P. and Tversky, A. Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 494.

[31] Kahneman, D., Diener, E. & Schwarz, N. (1999) Well-being: The foundations of hedonic psychology New York Russell Sage Foundation Press.

[32] Kahneman, D. & Tversky, A. (1979). "Prospect Theory: An analysis of decision under risk" Econometrica, 47, pp. 263 – 291.

[33] Loewenstein, G. (1996) "Out of control: visceral influences on behavior" *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 65, pp. 272 – 292 (2000) "Emotions in economic theory and economic behavior" *American Economic Review*: Paper and Proceedings, 90, pp. 426 – 432.

[34] Loewenstein, G. (1999). "Experimental economics from the vantage-point of behavioral economic." *Economic Journal Controversy Corner*: "What's the use of experimental economics?" 109, pp. 25 – 34.

[35] Madrian, Bridgitte and Dennis Shea "The power of suggestion: Inertia in 401 (k) savings behavior" University of Chicago mimeo, February 2000.

[36] Markowitz, H. (1952). "The utility of wealth" *Journal of Political Economy* 60, pp. 151 – 158.

[37] O'Donoghue, Ted and Rabin Matthew, 1999b, "Procrastination in preparing for retirement" in Behavioral Dimensions of Retirement Economics, Henry Aaron, editor, The Brookings Institution, 1999.

[38] Odean, T. (1999) "Do investors trade too much?" *American Economic Review*, 89, pp. 1279 – 1298.

[39] Rabin, M. (1993) American Economic Review, 83(5), pp. 1281 – 1302.

[40] Richard Thaler (1999) "The end of behavioral finance" *Financial Analysts Journal*, *Volume* 55, *Issue* 6, November, pp. 12 - 17.

[41] Roger Lowenstein, "Exuberance Is Rational" February 11, 2001, *Sunday New York Times*.

[42] S. V. Kasl, S. Gore, and S. Cobb, "The Experience of Losing a Job: Reported Changes in Health, Symptoms and Illness Behavior", *Psychosomatic Medicine* 37 (1975) pp. 105 - 122.

[43] Schrag, J. (1999) *Quarterly Journal of Economics*, 114(1), pp. 37 - 82.

[44] Scharfstein, D. S. and Stein, J. C. (1990). "Herd Behavior and Investment." *American Economic Review*, Vol. 80(June),. 465 - 79.

[45] Sendihil Mullainathan, Richard H. Thaler (2000) "Behavioral Economics" Working paper 7948 http://www.nber.org/papers/w7948.

[46] Slovic, Paul (1995) "The construction of preferences" *American Psychologist*, 50, 364 - 371.

[47] Stigler G. (1965) "The development of utility theory" Chap. 5 in Essays in the History of Economics. Chicago: University of Chicago Press.

[48] Stroz, R. H., (1955). "Myopia and inconsistency in dynamic utility maximization" *Review of Economic Studies*, 23, pp. 165 - 180.

[49] Ted O'Donoghue, Matthew Rabin (2001) "Self Awareness and Self Control" to appear as a chapter in "Now or Later: Economic and Psychological Perspectives on Intertemporal Choice" edited by Roy Baumeister, George Loewenstein, and Daniel Read, published by Russell Sage Foundation Press.

[50] Thaler Richard (1999) "Mental accounting matters", *Journal of Behavioral Decision Making*, 12, pp. 183 - 206.

[51] Thaler, R. (1993): Advances in Behavioral Finance, New York: Russell Sage Foundation.

[52] Thaler, R. (1980) "Toward a positive theory of consumer choice", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1, pp. 39 - 60.

[53] Thaler, R. (1981) "Some empirical evidence on dynamic inconsistency" *Economics Letters*, 8, pp. 201 - 207.

[54] Tversky, A. & Kahneman, D. (1981) "The framing of decisions and the psychology of choice" *Science* 211, pp. 453 - 458.

[55] Tversky, A. & Kahneman, D. (1984). "Choices, values, and frames", *A-*

merican Psychologist, 39, pp. 341 – 350.

[56] Tversky, A. & Kahneman, D., (1974) "Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases", *Science No.* 185, pp. 1124 – 1131.

[57] Walter Mischel, Uuichi Shoda, Monica L. Rodriguez (1992) "Delay of Gratification in Children" pp. 213 – 234 "Choice over Time" Russell Sage Foundation Due/Published November 1992.

[58] 高鸿桢:《实验经济学导论》,中国统计出版社,2003 年版。

[59] 唐旭:《金融理论前沿课题(第二辑)》,中国金融出版社,2003 年。

[60] 陈惠雄:《快乐原则:人类经济性的分析》,经济科学出版社,2003 年版。

[61] 约瑟夫·派恩,詹姆斯·吉尔摩:《体验经济学》(中译本),机械工业出版社,2002 年。

[62] 罗伯特·希勒:《非理性繁荣》(中译本),中国人民大学出版社,2001 年。

[63] 姜奇平:《体验经济:来自变革前沿的报告》,社会科学文献出版社,2002 年。

[64] 斯蒂芬·P·洛宾斯《组织行为学》第七版 中国人民大学出版社 1997 年。

[65] 张雄:《市场经济中的非理性世界》,立信会计出版社,1996 年版。

[66] 王苏、汪安圣,《认知心理学》,北京大学出版社,1992 年版。

[67] 蒋威,论认知心理学及其兴起的历史背景,湖南教育学院学报,2002.3。

[68] 葛鲁嘉,认知心理学研究范式的演变,国外社会科学,1995.10。